

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**POLÍTICAS ECONÔMICAS EM RESPOSTA À CRISE
DE 2008: UMA ANÁLISE COMPARATIVA DE BRASIL
E CHILE**

GUILHERME SUSTOVICH VERLANGIERI
matrícula nº: 113086430

ORIENTADOR: Prof. Joao Felipe Cury Marinho Mathias

AGOSTO 2018

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**POLÍTICAS ECONÔMICAS EM RESPOSTA À CRISE
DE 2008: UMA ANÁLISE COMPARATIVA DE BRASIL
E CHILE**

GUILHERME SUSTOVICH VERLANGIERI
matrícula nº: 113086430

ORIENTADOR: Prof. Joao Felipe Cury Marinho Mathias

AGOSTO 2018

As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade do(a) autor(a)

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus pela calma e força de vontade que me fizeram conseguir realizar esse projeto pessoal. Agradeço aos meus familiares que sempre me deram suporte em minhas decisões acadêmicas e profissionais, principalmente minha mãe Laura, meu pai Gerson e meu irmão Eduardo. Agradeço especialmente ao Professor Cury que aceitou o desafio quando eu trouxe a proposta do projeto até ele e sempre esteve disponível e solícito a sanar minhas dúvidas. Agradeço também ao meu amigo Leonardo Larangeira, que foi sempre solícito e me ajudou com minhas dúvidas de formatação no Word.

RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo discutir as principais políticas econômicas colocadas em prática por Brasil e Chile frente à crise financeira do *subprime* e durante o período pós crise. Apresentaram-se algumas teorias para explicar a crise e a recessão e, analisando as trajetórias das políticas econômicas e resultados desses dois países. Sob a luz dessas teorias, buscou-se verificar se tal cenário externo seria suficiente para explicar o mau desempenho econômico brasileiro a partir de 2011. Ao contrapor as trajetórias de políticas econômicas e resultados de Brasil e Chile sob enfoque de cada uma das visões apresentadas, a revisão bibliográfica sugere que a brusca queda de desempenho econômico brasileiro em comparação ao chileno, fundamentalmente a partir de 2011, foi mais influenciada pelo cenário interno do que pelo contexto recessivo externo.

ÍNDICE

INTRODUÇÃO	6
CAPÍTULO I – A CRISE DO SUBPRIME E INTERPRETAÇÕES À RECESSÃO PÓS CRISE	9
I.1 – A CRISE FINANCEIRA GLOBAL DE 2008 EM LINHAS GERAIS	9
I.2 – A “GRANDE RECESSÃO” PÓS-CRISE: DIFERENTES INTERPRETAÇÕES TEÓRICAS	12
<i>I.2.a. Estagnação Secular: Larry Summers</i>	<i>12</i>
<i>I.2.b. “Excesso de Poupança Global”: Ben Bernanke</i>	<i>16</i>
<i>I.2.c. “Crédito Especulativo”: Steve Keen</i>	<i>18</i>
<i>I.2.d – Tabelas Síntese</i>	<i>22</i>
I.3 – CONSIDERAÇÕES FINAIS	23
CAPÍTULO II - A ECONOMIA BRASILEIRA DESDE A CRISE FINANCEIRA GLOBAL DE 2007/2008: POLÍTICAS ECONÔMICAS E INTERPRETAÇÕES.	25
II.1. 2003 – 2006: GOVERNO LULA I.....	25
II.2. 2007 – 2010: GOVERNO LULA II	27
II.3. 2011 – 2014: GOVERNO DILMA I.....	30
II.4. 2014 – 2016: GOVERNO DILMA II	34
II.5. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	37
CAPÍTULO III - A ECONOMIA CHILENA DESDE A CRISE FINANCEIRA GLOBAL DE 2007/2008: POLÍTICAS ECONÔMICAS E INTERPRETAÇÕES.....	40
III.1. 2003 – 2006: GOVERNO RICARDO LAGOS.....	40
III.2. 2007 – 2010: GOVERNO MICHELLE BACHELET.....	43
III.3. 2011 – 2014: GOVERNO SEBASTIÁN PIÑERA	50
III.4. 2015 – 2016: GOVERNO MICHELLE BACHELET.....	54
III.5. CONSIDERAÇÕES FINAIS	56
CONCLUSÃO	58
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	61

GRAFICOS E TABELAS

Figura 1 Oferta e demanda de fundos emprestáveis.....	14
Figura 2: Desemprego e Dívida Privada.....	20
Figura 3: Agregados macroeconômicos 2008-2010	48
Figura 4 Indicadores de desequilíbrios macroeconômicos 2008-2013.....	53
Figura 5 Crescimento econômico, exportações e restante do PIB, 2013-2017.....	55

INTRODUÇÃO

Desde meados da década de 1980, quando finalmente os fortes choques do petróleo que assolaram o mundo na década de 1970 foram superados, a economia mundial vinha em ritmo de crescimento, mesmo diante de algumas crises pontuais que afetaram alguns países mais que outros mas foram consideradas manifestações controladas e superadas. Por volta de 2007, entretanto, alguns graves indicadores de uma severa crise global começam a surgir e colocar em dúvida a manutenção desse ritmo de crescimento mundial para os anos seguintes. Tais sinais se mostram definitivamente consistentes quando, no ano de 2008, algumas das maiores companhias financeiras do mundo como por exemplo Bear Stearns, Lehman Brothers e AIG declararam estado de falência. A crise que começou nos Estados Unidos de fato transbordou para o resto do globo e, mesmo passado o período mais crítico da mesma, observa-se que a economia mundial, principalmente no que diz respeito aos países desenvolvidos, seguiu desaquecida por um importante período, observando-se seguidos anos de baixo crescimento mundial. Autores das mais diversas correntes ideológicas têm suas diferentes fundamentações e consequentes explicações às causas dessa mudança de trajetória do crescimento da economia mundial, sendo algumas delas exploradas neste trabalho. Tais interpretações e cenários servem de base para analisar e entender as políticas econômicas promovidas ao redor do mundo, especificamente Brasil e Chile nesta análise, e até mesmo contrapor essas políticas e seus resultados com as explanações propostas.

O presente trabalho se propõe a discutir as principais políticas econômicas colocadas em prática por Brasil e Chile diante da crise financeira do *subprime* e durante o período pós crise, que foi marcado por uma grande recessão mundial, especialmente até 2013. A revisão bibliográfica começa em 2003 e segue até 2016, ano do impeachment da ex presidente Dilma Rousseff, buscando traçar um paralelo entre os cenários, medidas e resultados nos dois países.

É importante destacar que muitos justificam o mau desenvolvimento da economia brasileira, especialmente a partir de 2011, com base nessas condições do cenário global. Entretanto, nota-se que o Brasil desde então teve um crescimento pior do que diversos países latino americanos dependentes da exportação de bens primários que, portanto, também estariam bastante sujeitos aos efeitos do contexto externo. Dessa maneira, é interessante analisar, ao longo dessa evolução do cenário externo, como as variáveis macroeconômicas

foram sendo afetadas no Brasil e no Chile, tanto pelo próprio cenário quanto pelas políticas econômicas, e como foram se dando tais políticas frente a esse contexto.

O Chile foi o país escolhido para traçar esse paralelo primeiramente porque é uma das economias emergentes da América Latina com um nível de renda média per capita relativamente parecido com o brasileiro, e bastante focada nas exportações de bens primários, principalmente do cobre. Além disso, o país não passou por notórias crises financeiras ou de câmbio no período analisado, como por exemplo aconteceu com a Argentina. Por fim, outro fator fundamental para a escolha foi o fato de que o Banco Central chileno é muito transparente e fornece uma vasta gama de documentos e relatórios de política econômica que servem de base para a análise em questão.

Dessa forma, o presente trabalho propõe-se a reunir e organizar a literatura referente à crise e algumas interpretações da grande recessão mundial que se seguiu após, assim como os documentos a respeito das políticas econômicas e possíveis resultados no Brasil e no Chile ao longo período em questão. É notório apenas observando o PIB dos países nesse período que o Chile parece ter tido um desempenho econômico bastante superior ao brasileiro, especialmente a partir de 2011.

Assim, o objetivo do trabalho é, após uma revisão sobre a crise do *subprime* e algumas interpretações da subsequente recessão, traçar os paralelos e diferenças entre as políticas econômicas tomadas em cada um dos países selecionados dentro desse contexto. Com isso, pretende-se traçar uma análise entre as políticas econômicas e os resultados de diversos indicadores macroeconômicos tanto no Brasil quanto no Chile no contexto de crise e, posteriormente, de recessão. Busca-se observar como o contexto externo influenciou os dois países e quais as semelhanças e diferenças entre as políticas econômicas tomadas em cada um dos Estados e como as mesmas podem ter influenciado nos resultados de cada um.

Neste exercício, parte-se da hipótese que os dois países sofreram efeitos bastante parecidos frutos da crise e da recessão global devido às similaridades entre ambos comentadas anteriormente, entretanto, as respostas de política econômica e sua coordenação dentro de cada país diferenciaram os seus respectivos resultados econômicos. Dessa forma, pretende-se verificar a validade dessa hipótese por meio de uma significativa revisão bibliográfica a respeito das medidas econômicas tomadas no Brasil e no Chile, junto ao acompanhamento das variáveis macroeconômicas no período em questão, traçando as semelhanças e diferenças ao longo do tempo e possíveis conclusões. Assim será possível notar, levando em consideração

os efeitos da crise e posteriormente da recessão relatados para cada país, de que formas cada um foi afetado e suas respectivas respostas de política econômica ao longo do contexto analisado.

Na análise do cenário brasileiro, a revisão se baseará em diversos autores uma vez que tem-se um grande número de economistas abordando o assunto, com algumas diferentes interpretações. No caso do Chile, por sua vez, a análise será pautada nos documentos de política econômica emitidos pelo Banco Central chileno assim como no livro de Ffrench-Davis que aborda as reformas econômicas no Chile de 1973 até 2017.

Para tanto, o presente trabalho está dividido em três capítulos após esta introdução e é finalizado com as conclusões do exercício de revisão bibliográfica. A primeira seção apresenta uma revisão literária da crise do *subprime* e de algumas das interpretações mais comuns para a grande recessão que sucedeu à mesma. A segunda seção traz uma extensa revisão bibliográfica das políticas econômicas tomadas no Brasil ao longo do período de 2003-2016, introduzindo também as mudanças no contexto externo e o acompanhamento de importantes variáveis macroeconômicas. A terceira seção tem o mesmo escopo da segunda seção, entretanto, analisa as políticas econômicas tomadas no Chile ao invés do Brasil, trazendo igualmente as mudanças no cenário externo e o acompanhamento das variáveis. Por fim, encerra-se com uma seção das possíveis conclusões a respeito das semelhanças e diferenças entre os dois países.

CAPÍTULO I – A CRISE DO *SUBPRIME* E INTERPRETAÇÕES À RECESSÃO PÓS CRISE

1.1 – A Crise Financeira Global de 2008 em linhas gerais

Independente do país e da trajetória de crescimento até então, o fato é que a crise que se apresentou primeiramente nos Estados Unidos por volta de 2007 teve consequências a nível mundial e impactou, em diferentes momentos e graus, o desenvolvimento econômico de praticamente todos os países. Em uma economia mundial altamente globalizada e com uma complexa configuração comercial e da divisão do trabalho, as ondas de choque que surgiram na maior potência global se espalharam pelo mundo como um todo afetando, especialmente, o desempenho das economias capitalistas mais desenvolvidas.

Ao explicar a crise, Carvalho (2008, p. 16) primeiro chama atenção para duas grandes tendências que vinham ocorrendo no mercado financeiro americano desde a década de 1990: a inflação doméstica era baixíssima, fazendo com que o FED mantivesse taxas de juros baixas durante toda a década, e a intensa competição entre bancos e outras instituições financeiras em um quadro de desregulamentação financeira. Dessa forma, o autor argumenta que esse período foi marcado, por um lado, pela existência de fortes pressões entre financeiras e bancos e, por outro lado, pelos ganhos relativamente baixos nos mercados tradicionais de empréstimos a firmas, consumidores e governos.

Neste contexto, essas instituições financeiras passaram a buscar novos mercados que promettessem maiores lucros e, conseqüentemente, envolviam maiores riscos. Ainda segundo Carvalho (2008, p. 17), um desses novos mercados a serem explorados foi o dos países emergentes, que foi muito apreciado no início dos anos 1990, entretanto, a sequência de crises de balanço de pagamentos iniciada com o México em 1994 e estendida para Ásia, Rússia, Brasil, entre outros, indicou que esses mercados poderiam se deteriorar rapidamente, além do fato de que esses mercados emergentes não eram suficientemente grandes para sustentar a lucratividade de um sistema financeiro gigante como o americano.

Diante disso, segue Carvalho (2008, p. 17), as instituições financeiras voltaram-se para o promissor mercado de financiamento imobiliário dos Estados Unidos que, todavia, era um mercado essencialmente maduro, de crescimento relativamente lento, especialmente depois que a população americana começou a envelhecer, de maneira que havia de se encontrar um

novo modo de explorar esse mercado. A solução encontrada foi a abertura do mesmo aos tomadores chamados de *subprime*, termo que refere-se aos indivíduos que não teriam renda, ou garantias, ou história de crédito que justificassem a concessão do empréstimo. Esses indivíduos não só representavam uma grande reserva de possíveis tomadores de empréstimos como também deveriam ser muito lucrativos, uma vez que por serem mais arriscados, tinham que pagar taxas maiores que as do mercado “normal”. Para se ter noção do tamanho desse ramo de mercado, Senna (2013, p. 58) observa que a relação entre o estoque de crédito imobiliário e o PIB oscilava em torno de 80% nos Estados Unidos e Reino Unido em 2013.

Para que esses tomadores *subprime* fossem de fato incorporados ao mercado, Carvalho (2008, p. 18) destaca dois principais caminhos utilizados. Em primeiro lugar, “passou-se a usar cada vez mais modelos estatísticos na análise de crédito, ao invés do juízo mais subjetivo do analista bancário.” Tais modelos são alimentados com informações quantitativas e permitem calcular a probabilidade de sucesso de um empréstimo se tudo continuar como no presente, ou seja, se o cenário econômico mudar, os cálculos devem ser refeitos. Além disso, as instituições financeiras disfarçaram essas hipotecas *subprime* por meio de um processo denominado de securitização. Ainda segundo Carvalho (2008, p. 19), esse processo consistia basicamente em tomar um certo número de contratos de hipotecas, que prometem pagar uma determinada taxa de juros, e utilizá-los como base de um título financeiro, sendo fundamental ressaltar que o comprador desse papel, em geral, não tem muita noção do risco que está correndo uma vez que não vê as hipotecas que lhe servem de lastro. Outro artifício importante mencionado pelo autor para conseguir vender esses empréstimos foi “o de cobrar taxas de juros muito baixas nos primeiros anos do empréstimo, aumentando-as drasticamente depois de algum tempo.” Nesse contexto, um valor astronômico de empréstimos foi realizado em forma de hipotecas *subprime*.

Tudo ia relativamente bem até que, ao final de 2006, algumas dessas hipotecas chegaram ao momento de reajuste de juros ao mesmo tempo em que a economia americana já não mostrava o mesmo vigor dos anos anteriores. Nesse cenário, Carvalho (2008, p. 19) afirma que “o calote foi inevitável e serviu para advertir os financiadores de que o risco de crédito (...) era talvez maior do que se esperava(...)” Consequentemente ao calote dos tomadores de hipotecas, continua o autor (2008, p. 20), os investidores que tinham títulos baseados nas mesmas percebem que talvez não recebam o retorno esperado, e quando essa percepção se espalha e os investidores vêem que o mercado para esses papéis está reduzido,

os mesmos concluem que estavam expostos a um risco de liquidez bem maior do que esperavam.

A tentativa massificada de se livrar desses papéis faz com que os preços dos mesmos caia vertiginosamente e a desconfiança passa a atingir também outros papéis semelhantes ao *subprime*, contagiando outros setores do mercado de capitais. Com isso, Carvalho (2008, p. 20) argumenta que os preços dos títulos vão caindo um a um, entrando em uma fase de crise patrimonial. Sendo assim, muitos dos bancos e financeiras que compraram os papéis lastreados em hipotecas *subprime* (o que ocorreu em grande quantidade e extensão), se tornaram insolventes, falidos ou chegaram próximo disso. Nesse ponto, Carvalho afirma que duas coisas acontecem:

“A primeira é que bancos e financeiras falidas, com ativos valendo menos que passivos, têm de ser fechados, ou sofrer intervenção, ou ser vendidos a outras instituições, que, em geral, elas mesmas com problemas, relutam em fazer essas aquisições se não forem pressionadas pelo governo ou favorecidas com algum adocante, como aconteceu com o Bear Stearns, a Merrill Lynch, a AIG, a Fannie Mae e o Freddy Mac etc.(...) A segunda é que mesmo as instituições sobreviventes se retraem. Em parte porque compartilham o clima de temor e desconfiança, em parte porque sua capacidade de empréstimo diminui quando seu capital se contrai. O resultado é que os bancos e financeiras passam a emprestar menos, empresas se vêem sem capital de giro para produzir e consumidores deixam de adquirir bens duráveis porque não há crédito. Em suma, a economia real começa a esfriar, o crescimento econômico se desacelera ou se transforma em contração, o desemprego cresce e o risco de uma recessão séria se instala.” (CARVALHO, 2008, p. 21)

Dessa forma, o autor traz uma clara noção de como a crise se instalou e como as consequências de uma crise financeira se espalharam para a economia produtiva.

É importante ressaltar que, para alguns economistas, não se deve colocar toda a culpa da crise imobiliária e de crédito na política frouxa e desregulada do FED, que consequentemente acarretou nessa alavancagem e endividamento. Senna (2013, p. 59) questiona até que ponto a estabilidade macroeconômica dos anos anteriores (conhecido como período da Grande Moderação) foi forçada pelos bancos centrais, especialmente o FED, de maneira que a crise teria sido influenciada por um “ativismo em excesso.” Além disso, baseando-se na idéia de que crises tendem a ocorrer em sequência a períodos de entusiasmo excessivo, tal qual o entusiasmo que se viu durante a fase da Grande Moderação, Senna (2013, p. 60-61) argumenta que outros fatores, ao lado da estabilidade macroeconômica, contribuíram para esse quadro como por exemplo “o fim da Grande Inflação, a persistente queda das taxas longas de juros, e o acentuado aumento do grau de integração financeira e comercial da economia mundial, tornado possível pela rapidez do progresso tecnológico”. Além disso, o autor aponta para a criação do euro que promoveu a convergência das taxas de

juros praticadas entre diferentes países e possibilitou que governos que pagavam juros bem superiores aos alemães para acessar os mercados financeiros se vissem rapidamente com capacidade de se financiar a taxas muito próximas às pagas pelo emissor mais confiável da zona do euro.

1.2 – A “Grande Recessão” pós-crise: diferentes interpretações teóricas

Observa-se que, em termos de economia mundial como um todo, seguiu-se à crise das hipotecas *subprime* uma grande recessão, fundamentalmente nos países desenvolvidos nos primeiros momentos. Para explicar as causas dessa grande recessão, que muitas vezes se podem se misturar com as explicações para a própria crise, economistas elaboraram diferentes teorias.

Serão analisadas, na presente subseção, três diferentes teses que buscam explicar como ocorreu essa severa perturbação na trajetória de crescimento da economia mundial. Ao mesmo tempo, é fundamental questionar se essas teorias seriam suficientes para explicar o desempenho de Brasil e Chile ao longo desse período. Ao comparar as políticas econômicas e resultados nos dois países, procura-se compreender o quão significativo foi o contexto externo e as teorias apresentadas para o péssimo desempenho da economia brasileira, principalmente a partir de 2011. Traçando esse paralelo com o Chile, procura-se ter uma visão mais clara se tal resultado brasileiro ocorreu principalmente devido ao cenário externo, como sustentou a ex-presidente Dilma por exemplo, se os dados apontam para uma importância fundamental dos equívocos internos de política econômica, ou até mesmo se ocorre uma combinação de ambos.

1.2.a. Estagnação Secular: Larry Summers

Larry Summers, em Fevereiro de 2014, argumentou que, com base em dados empíricos da economia norte americana, a mesma encontrava-se em estado de “estagnação secular” desde o fim da década de 1970. Cabe ressaltar que o próprio Summers afirmava que sua tese estagnacionista aplicava-se também ao conjunto das economias capitalistas desenvolvidas.

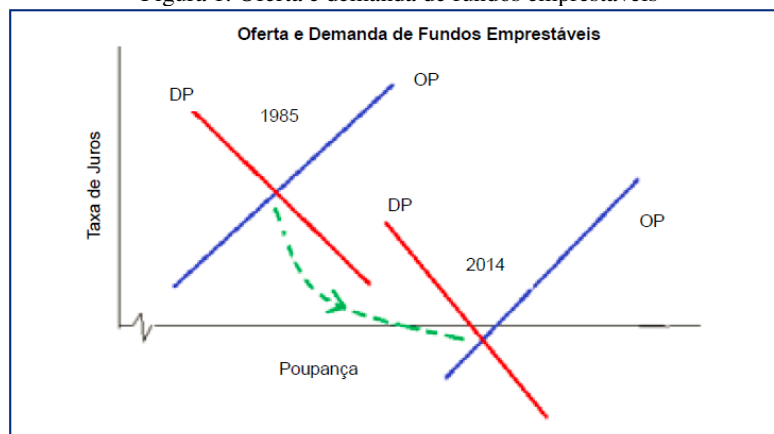
De acordo com Summers, mesmo nos anos anteriores à crise, a economia americana cresceu apenas a taxas moderadas e não superaqueceu, ainda que diversos fatores contribuíssem para o crescimento da demanda agregada, como por exemplo uma política monetária que mantinha baixas as taxas de juros e um sistema que permitia grande liberdade financeira. Posteriormente, mesmo após a reparação do sistema financeiro passado o pico da

crise, a economia real não reagiu e o crescimento se manteve lento, condizente apenas com um crescimento normal da produtividade e aumento populacional.

O pilar dessa teoria é a interpretação da série empírica da taxa de juros real da economia dos Estados Unidos, em que se observam taxas persistentemente baixas que se iniciaram em meados de 1980 e se prolongaram pelo início do século XXI. Para entender esse comportamento, o autor raciocina com base em um modelo macroeconômico básico de equilíbrio em que a taxa de juros real consistente com o pleno emprego da força de trabalho e dos meios de produção disponíveis resulta do equilíbrio entre a demanda e a oferta de fundos emprestáveis.

Nesse contexto de queda da taxa de juros, observa-se na figura 1 os dois momentos de equilíbrio nos pontos extremos dessa evolução, visando explicar o comportamento agregado do sistema econômico por meio de “curvas” supostamente independentes entre si. A intuição ao se traçar essas curvas é a seguinte: quanto maior for a taxa de juros, maior deve ser a oferta de poupança e, conseqüentemente, menor a demanda por poupança. Isso é bastante natural ao se pensar que a uma taxa de juros mais alta, é mais interessante para os agentes poupar dinheiro e ganhar retornos financeiros em forma de juros, ao mesmo tempo em que se torna mais caro para os capitalistas tomar empréstimos visando investimentos, já que os juros pagos por eles estão altos, de maneira que menor será a demanda por poupança quão maior for a taxa de juros e vice-versa. O primeiro ponto de equilíbrio na figura, à esquerda, procura ilustrar a situação em 1985, em que a taxa de juros era fortemente positiva, enquanto que o segundo ponto de equilíbrio, mais à direita, atenta para a situação em curso por volta de 2014, quando a taxa tornou-se virtualmente negativa.

Figura 1: Oferta e demanda de fundos emprestáveis



Fonte: Prado, 2015, p. 191)

Dessa forma, tendo como referência uma economia nacional genérica aberta às transações com o exterior e pensando invariavelmente com base em um modelo que tende sempre para o próprio balanceamento, o autor chega à situação evidenciada pela figura 1. Nesse modelo, a oferta de poupança (indicada por OP na figura 1) é formada pela adição da poupança interna do setor privado, da poupança do governo (receita de impostos > gasto público) e da poupança externa (exportação > importação). A demanda agregada, por sua vez indicada por DP na figura 1, é basicamente igual ao investimento interno.

De acordo com Prado (2015, p. 191), a segunda situação exposta na figura 1, entretanto, expõe um pequeno paradoxo: uma vez que a taxa nominal de juros não pode se tornar negativa a menos que a taxa de inflação seja superior à taxa de juros nominal observada, o sistema econômico estaria operando fora do equilíbrio, com algum excesso de poupança. Já que taxa nominal de juros não pode ser negativa e é o resultado da taxa real de juros somada à inflação, a taxa de inflação teria que ser maior que a taxa nominal de juros para que a taxa real de equilíbrio fosse negativa. Se isso não ocorre, significa que o pleno emprego não pode ser alcançado e a economia estaria fora do equilíbrio. Diante desse cenário de taxas de juros reais negativas, afirma Krugman (2013, p. 1), as regras normais da economia não funcionam. Poupar se torna prejudicial à economia, inclusive ao investimento, por conta do paradoxo da poupança. Este último afirma que, nesse cenário recessivo, um acréscimo na poupança autônoma dos indivíduos leva a uma queda da demanda agregada e, consequentemente, a um menor crescimento econômico. Essa relação é explicada por Paul Krugman da seguinte maneira:

“Pode-se pensar que esse aumento da poupança autônoma significaria um aumento na poupança nacional. Entretanto, se os níveis de consumo decrescentes fazem com que a economia entre em recessão, as receitas cairão e, conseqüentemente, a poupança agregada também diminuirá. Essa queda nos valores poupados pode ampla ou até mesmo completamente compensar o relativo aumento inicial da poupança autônoma. Se essa queda vai ou não se sobrepor ao aumento na poupança autônoma é um fato que depende do investimento, já que poupança é igual a investimento. Se os bancos centrais cortarem taxas de juros, a economia pode ser estimulada, aumentando o investimento e, conseqüentemente, a poupança.” (KRUGMAN, NY TIMES, 2009)

Uma vez que as taxas de juros nominais nas economias desenvolvidas se estabeleceram em níveis próximos de zero, é inviável o corte de juros por parte dos bancos centrais, sem conseguir assim incentivar o investimento.

Dessa forma, o esforço principal de Summers consiste em explicar, a partir do pressuposto de um deslocamento excepcional da curva de oferta por cerca de três décadas consecutivas, a razão do deslocamento insuficiente da curva de demanda por poupança. Uma vez que a demanda por fundos emprestáveis está intrinsecamente ligada ao investimento interno, conforme visto anteriormente, e este último está intimamente ligado à produção, Summers (2014) afirma que:

“Claramente, o que é necessário para compreender a experiência dos países industrializados nos últimos anos é uma teoria sobre o por que o nível da produção vêm continuamente deprimido em relação ao potencial produtivo para um período prolongado (SUMMERS, 2014, p. 7).”

Dessa forma, a tese do autor afirma que tem havido um crescimento insuficiente da demanda agregada nas economias dos países desenvolvidos, particularmente nos Estados Unidos, ocasionando um estado de estagnação prolongada. Segundo Summers (2014) essa carência na demanda agregada ocorre por conta de uma baixa eficiência marginal do capital, ou seja, uma redução histórica das taxas de lucros esperadas pelos capitalistas. Dado um retorno de capital tão baixo, para que a taxa de juros real seja consistente com o pleno emprego dos fatores de produção, ela tem de se tornar necessariamente muito baixa, e até mesmo negativa. Portanto, o autor confere uma razão de ordem estrutural, baseada na configuração das economias desenvolvidas, para queda na eficiência marginal do capital e o substancial declínio na taxa de juros real de equilíbrio.

“Mudanças na estrutura da economia levaram a uma mudança significativa do balanço natural entre poupança e investimento, causando um declínio da taxa de juros real – normal ou de equilíbrio – associada ao pleno emprego” (Summers, 2014a, p. 69).

Quanto a essas mudanças na estrutura econômica, Summers enumera uma conjunção de fatores. Primeiramente, crescimento populacional decrescente e um possível declínio nas mudanças tecnológicas. Além disso, um aumento da propensão a poupar associada às

mudanças na distribuição de renda, com mais renda sendo retida pelas corporações, indo para os donos do capital e para aqueles com níveis de renda mais altos e, conseqüentemente, com uma baixa propensão a consumir. Em terceiro, o autor coloca a redução na demanda por investimentos associada a mudanças tecnológicas que reduzem o nível de investimento de capital necessário para sustentar uma dada quantidade de atividade econômica, um exemplo poderia ser os serviços digitais que muitas vezes exigem custos de capital bem inferiores à empreendimentos físicos. Por último, aponta-se para a acumulação de dívida pública líquida americana por bancos centrais de economias em desenvolvimento.

Summers (2014b, p. 32-33), argumenta que a instabilidade financeira é estimulada por essa persistência da taxa nominal de juros perto de seu limite inferior uma vez que tendem a produzir uma maior aceitação de riscos e até mesmo um comportamento irresponsável dos agentes financeiros, favorecendo a formação de estruturas de ativo e passivos do tipo Ponzi, ou seja, que têm grandes possibilidades de se tornarem insolventes. Com base nessa visão, o autor defende que tais economias desenvolvidas cresceram nas últimas décadas graças aos estímulos gerados pela liberalização financeira e pela expansão do crédito, mas o desempenho de fato mostrou-se bem moderado. De acordo com Prado (2015), durante essa trajetória, as taxas de juros nominais caíram e chegaram ao seu limite inferior, entretanto, ainda assim o investimento se mostrou insuficiente para atingir o “pleno emprego”. Essas economias, posteriormente ao estouro das bolhas geradas e estimuladas por essas políticas monetárias expansivas, encontraram-se em uma armadilha de endividamento. Essa situação ocorre pois empresas e famílias passam a buscar um novo balanceamento dos ativos e passivos, provocando uma contração generalizada do crédito, a qual sempre promove efeitos recessivos duradouros. Nas palavras de Summers:

“a performance do sistema piora porque os consumidores e investidores postergam seus gastos, mas também por causa da redistribuição da renda e da riqueza dos devedores gastadores para os credores poupadores” (Summers, 2014a).

I.2.b. “Excesso de Poupança Global”: Ben Bernanke

Iniciando do mesmo ponto de partida de Summers, o ex presidente do FED Ben Bernanke também propõe sua tese com base em uma modelagem estática de equilíbrio. Este último também faz sua análise a partir de uma economia nacional genérica aberta às transações com o exterior e da interpretação teórica da série empírica da taxa real de juros da economia estadunidense.

Usando a mesma modelagem macroeconômica básica, em que a taxa de juros real consistente com o pleno emprego da força de trabalho e dos meios de produção disponíveis resulta do equilíbrio entre demanda e oferta de fundos emprestáveis, Bernanke (2015a, p. 4) também afirma que “na fraca (ainda que em recuperação) economia dos últimos anos, todos os indicativos são de que a taxa de juros real de equilíbrio tem estado excepcionalmente baixa, provavelmente negativa.”

Nota-se dois pontos principais em comum entre as interpretações de Summers e Bernanke. O primeiro ponto, como afirma Bernanke (2015, p. 2), é que “ambos postulam um excesso de poupança em relação ao investimento de capital desejado a taxas de juros ‘normais’, implicando uma notável pressão de baixa nas taxas de mercado.” A segunda similaridade é que ambas as teorias levam em consideração um crescimento mais lento dos Estados Unidos, ainda que com explicações distintas. Entretanto, o autor é cético a respeito da teoria de Estagnação Secular e diverge de Summers ao fundamentar o motivo de as taxas de juros terem ficado tão baixas.

Ao abordar a teoria revivida por Summers, Bernanke (2015b, p. 3) aponta algumas razões que enfraquecem a validade da tese. Primeiro, o autor questiona a validade do argumento referente à baixa rentabilidade do capital argumentando que em um cenário de taxas reais de juros persistentemente tão baixas quanto -2% seria difícil imaginar uma real escassez de investimentos lucrativos. Além disso, utilizando-se da argumentação de Jim Hamilton, Ethan Harris, Jan Hatzius e Kenneth West, o ex presidente do FED afirma que o recente baixo crescimento é devido mais a “ventos contrários” temporários do que à um estado de estagnação secular. Finalmente, a maior crítica de Bernanke à formulação de Summers é o fato de que este último não deu a devida atenção à dimensão internacional, afirmando que qualquer tendência de estagnação secular nos EUA seria mitigada ou eliminada por trocas comerciais e investimentos estrangeiros lucrativos. Esse mecanismo funcionaria graças ao câmbio uma vez que, com os investimentos fora do país, a moeda americana se desvalorizaria e favoreceria às exportações, dando impulso à economia doméstica.

De acordo com a tese de Bernanke, a tendência declinante da taxa real de juros ocorre devido a uma “abundância de poupança” na economia mundial. Tal excesso, segundo o autor, originou-se nas economias de determinados países exportadores como por exemplo Arábia Saudita (e outras nações exportadoras de petróleo) e China (e outras nações asiáticas). Em virtude da especialização produtiva, assim como de características estruturais de consumo e

investimento, essas economias exportam muito mais do que importam, gerando uma fartura que escoia para outros mercados do mundo globalizado. Assim sendo, esses excessos que surgem como superávits no balanço de conta corrente desses países se transformam em fluxos de poupança nas economias mais gastadoras do mundo, particularmente, na economia norte-americana, e esse influxo de capital valoriza o câmbio e tende a gerar déficits comerciais elevados. Com esse deslocamento excepcional da curva de poupança, tal qual observou-se anteriormente na figura 1, a taxa de juros de equilíbrio se torna virtualmente negativa. Nas palavras do autor:

“a transferência de 6 por cento da demanda doméstica para as importações provê uma explanação alternativa à hipótese de estagnação secular para a falha da economia norte-americana em sobreaquecer após o ano de 2000” (Bernanke, 2015c).

Diante disso, o ex presidente do FED apresenta uma teoria que foca nos fenômenos que se manifestaram na esfera da circulação internacional do capital, enxergando os desbalanceamentos que ocorreram nos fluxos de mercadorias e fundos entre os países durante as últimas três décadas. Assim, para Bernanke (2015c, p. 2), as decisões de política econômica tomadas pelos governos são, com poucas exceções, as verdadeiras culpadas para que ocorressem tais desbalanceamentos, sem considerar que o problema pudesse ser a evolução do sistema econômico enquanto tal. Um exemplo seriam as políticas econômicas de vários países que manipulam o câmbio e forçam a desvalorização tendo em vista diminuir seus empréstimos e acumular imensos estoques de reservas internacionais, como ocorreu com os Tigres asiáticos após o fim da crise financeira asiática do fim da década de 1990. Portanto, ainda que utilizem o mesmo modelo teórico, enquanto Summers foca no deslocamento insuficiente da Demanda por fundos, Bernanke foca no descolamento excessivo da Oferta de fundos emprestáveis.

I.2.c. “Crédito Especulativo”: Steve Keen

O autor pós-keynesiano Steve Keen critica o fato de que a modelagem ortodoxa supõe que o crédito nada mais é do que a transferência do poder de compra de alguns indivíduos para outros. Dessa maneira, nesse modelo, a ampliação do crédito nunca eleva de forma autônoma a demanda por mercadorias, a menos que a transferência de poder de compra ocorra de agentes com menor propensão a gastar para agentes com maior propensão ao gasto. De

acordo com Prado (2015, p. 196), Keen contesta duramente essa teoria justamente porque a mesma não consegue perceber a criação *ex-nihilo*¹ de poder de compra por meio do crédito.

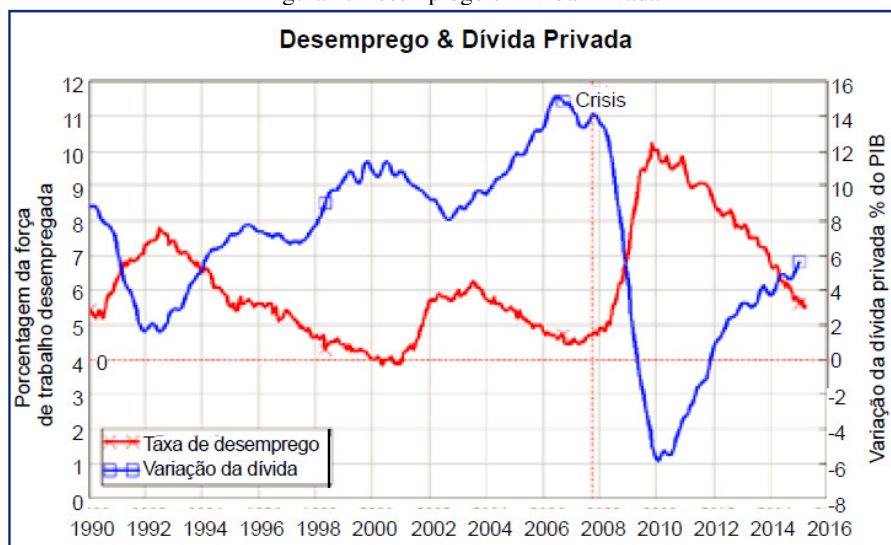
O autor entende que a queda contínua da taxa de juros se dá especificamente por conta da atuação do Banco Central estadunidense. Graças à desregulação financeira iniciada já na década de 1970 e à política contínua de crédito fácil, se observou uma enorme expansão do endividamento do setor privado (famílias e empresas). Esse grande aumento das dívidas impulsionou, enquanto pôde, o crescimento da demanda efetiva e, conseqüentemente, dos níveis de emprego na economia norte-americana ao longo de pelo menos duas décadas. Entretanto, como vimos anteriormente essa trajetória se mostrou insustentável e culminou na crise do *subprime*, havendo uma contração súbita do estoque de dívidas, que por sua vez levou a um aumento da taxa de desemprego. Nesse contexto, a economia americana se via praticamente em um círculo vicioso: as autoridades monetárias se viam “obrigadas” a manter a política de expansão monetária para evitar o colapso do sistema de crédito e, como resultado, da própria economia estadunidense, ou seja, a política de expansão monetária era mantida não mais para alimentar uma bolha crescente, mas para impedir que a mesma murchasse muito rápido.

Para explicar o desempenho da economia estadunidense desde 1980, Keen parte da interpretação da altíssima correlação negativa observada entre as séries de taxa de desemprego e de taxa de variação do endividamento do setor privado (empresas e famílias como um todo), o que pode ser observado no gráfico da figura 2. O autor defende que essa alta correlação reflete uma característica fundamental da economia monetária de produção segundo Keynes e, por isso, deve ser interpretada como indicativa de uma relação de causalidade que, por sua vez, vai da variação do endividamento do setor privado para a geração de demanda efetiva e, por fim, para a variação do nível de emprego. Nas palavras de Keen:

“Dinheiro é criado endogenamente quando o setor bancário cria empréstimos e o dinheiro novo assim criado eleva a demanda agregada – tal como argumentam os economistas heterodoxos, de Schumpeter a Minsky. Quando o endividamento financia investimento genuíno, ele é parte necessária de uma economia capitalista em expansão; cresce, mas não mostra uma tendência relativa para se afastar do PIB; ademais, produz apenas lucros modestos para o setor financeiro. Porém, quando financia a especulação nos preços dos ativos, cresce mais rapidamente que o PIB, gerando lucros obscenos no setor financeiro, produzindo esquemas Ponzi, os quais são para o crescimento econômico sustentável o mesmo que o câncer vem a ser para o crescimento biológico” (Keen, 2012).

¹ A expressão em latim *ex-nihilo* significa “a partir do nada”

Figura 2: Desemprego e Dívida Privada



Fonte: Prado, 2015, p. 197

Para elucidar essa explicação, deve-se entender o aspecto dual que o autor enxerga no dinheiro. Se por um lado o mesmo conserva o valor gerado no passado sob a forma de valor corrente e atual, por outro lado, ele muitas vezes representa como valor presente um valor que pode, eventualmente, ser produzido no futuro. Apesar de se contradizerem, esses dois aspectos do dinheiro são, concomitantemente, fundamentais para o funcionamento do capitalismo atual. Dessa forma, vemos que trata-se de um sistema não simplesmente conservativo mas que também configura-se como um sistema essencialmente antecipativo, ou seja, que projeta o futuro no presente e se alimenta dessa projeção para dar continuidade ao processo de acumulação.

Nesse contexto, Keen defende que a operação de empréstimo pode não apenas transferir um poder de compra fundado em valor realizado pré-existente, mas pode também antecipar um poder de compra que ainda pode vir a ser produzido no futuro. Desse modo, Prado (2015, p. 199) defende que o endividamento pode ter um impacto macroeconômico autônomo, afirmando que “é certo que o crédito não apenas transfere poder de compra entre os agente econômicos; aparentemente de modo *ex-nihilo*, ele também cria poder de compra novo, para além daquele que fora gerado no passado e, assim, afeta autonomamente a demanda efetiva”.

Então, o dinheiro precisa fazer duas pontes: entre o passado e o presente, e entre o futuro e o presente. Para a primeira ponte, o dinheiro se representa numa mercadoria real, por exemplo quando assume a forma de dinheiro-ouro. Já para a segunda ponte, o dinheiro adere a uma mercadoria virtual, ou seja, a um título que representa uma mercadoria possível e, para tal, assume a forma de dinheiro de crédito. Enquanto que na primeira situação o dinheiro encarna valores reais, no segundo, ele encorpora valores fictícios, valores futuros possíveis. À medida em que o capitalismo se desenvolvia durante o século XX e se tornava cada vez mais centrado no Estado, o dinheiro produzido e administrado por este último passou a figurar como dinheiro por excelência e se transformou, enquanto tal, em dinheiro fictício. Uma vez que esta última forma está amplamente presente no mundo econômico contemporâneo, Keen a enxerga como se fosse dinheiro de fato.

O autor afirma que a economia capitalista só pode ser bem compreendida quando analisada fora e longe do equilíbrio porque, ao contrário do que defende a teoria neoclássica, as economias capitalistas estão sempre em um cenário de excesso de oferta.

“A economia capitalista caracteriza-se por apresentar excesso de oferta virtualmente todo tempo: há normalmente aí excesso de força de trabalho e excesso de capacidade produtiva, mesmo nos momentos de boom.” (Keen, 2011, p.30, *apud* Prado, 2015, p. 201)

Assim, como consequência desse excesso quase constante de oferta de mercadorias reais, tem-se também a possibilidade quase constante de ampliar o dispêndio por meio do crédito.

Assim, é nessa relação entre excesso de oferta de mercadorias reais e possibilidade de criação de crédito *ex-nihilo* que se pauta a argumentação do autor. Para Keen, a disponibilidade de recursos para a aquisição das mercadorias reais pode ficar aquém ou além da renda nacional, dependendo do momento do ciclo econômico. A expansão do crédito, por sua vez, não se destina apenas à aquisição de mercadorias reais, alimentando assim a acumulação real. Ao contrário, uma parte dessa expansão do crédito pode tomar o rumo da acumulação e da especulação financeira justamente devido a própria natureza do sistema econômico, que requer a existência de um sistema ativo e proativo de crédito.

Segundo Prado (2015, pag. 203), a fundamentação teórica de Steve Keen provém de Hyman Minsky, autor que formulou suas teses a partir de Keynes e ficou conhecido especialmente por colocar a natureza específica da esfera financeira como causa fundamental para as reversões e crises econômicas. De acordo com Keen, os problemas mais graves do capitalismo não surgem de simples erros cometidos pelo governo ou mesmo da acumulação

do capital na esfera da produção, mas sim da das estruturas de ativos e passivos das empresas capitalistas que tendem a se desenvolver anormalmente em um ambiente formado por complexas instituições financeiras. Analisando como se formam as expectativas de aplicadores, analistas e financistas dentro desse ambiente, Minsky argumenta que as mesmas tendem a ser voláteis e até mesmo pouco racionais em uma economia monetária de produção, podendo oscilar rapidamente do otimismo para euforia; da euforia para apreensão; e da apreensão para o pessimismo. Assim, Eleutério Prado ao abordar Minsky afirma que:

“Essas expectativas respondem (...) às condições financeiras das empresas, as quais, conforme evolui a conjuntura econômica, podem passar de estáveis e sólidas para instáveis e frágeis, dependendo das possibilidades de retorno dos investimentos. Segundo ele, no início dos períodos de prosperidade, após o fim de uma quadra recessiva, predominam as estruturas financeiras sólidas, porém, conforme o período de crescimento econômico avança, os investimentos tornam-se cada vez mais arriscados, as inversões especulativas crescem exponencialmente, de tal modo que essas estruturas tendem a se tornar cada vez mais delicadas. Na linguagem do próprio Minsky, o sistema deixa de possuir uma estrutura financeira dominada por ‘*hedge finance*’ para ter uma estrutura em que pravalesce o ‘*Ponzi finance*’. Essa situação deixa de ser sustentável mesmo no curto prazo: uma escalada de quebras de empresas torna-se inevitável. A crise, a recessão e mesmo uma depressão afiguram-se, então, inevitáveis” (Prado, 2015, p. 203-204).

Portanto, na visão de Keen, a criação de crédito teve um impacto autônomo na demanda efetiva da economia estadounidense desde 1980, compensando em diferentes graus o excesso de oferta característico das economias capitalistas contemporâneas. No entanto, para permitir tal expansão dos empréstimos foi necessário o caráter expansivo das políticas monetária e fiscal do FED, levando as taxas de juros para níveis muito baixos. Ao longo do tempo, grande parte desse crédito foi se voltando para o mercado especulativo, tornando a estrutura financeira do sistema como um todo cada vez mais delicada e culminando no crise seguida de depressão prevista pela teoria de Minsky.

1.2.d – Tabelas Síntese

Dessa forma, pode-se resumir as teorias apresentadas conforme exposto nas tabelas abaixo:

Hipótese	Estagnação Secular
Síntese	Graças a uma baixa eficiência marginal do capital, a taxa de juros real de equilíbrio da economia americana encontra-se num nível muito baixo, possivelmente negativo, havendo um crescimento insuficiente da demanda agregada. Essa queda na eficiência marginal do capital ocorre por questões estruturais da economia, como por exemplo: crescimento populacional decrescente, um possível declínio nas mudanças tecnológicas, um aumento da propensão a poupar associada a mudanças na distribuição de renda, e o endividamento americano com países periféricos. Foco na curva de demanda por fundos.

Hipótese	“Hipótese do Excesso de Poupança”
Síntese	A tendência declinante da taxa de juros ocorre devido a uma abundância de poupança na economia mundial que originou-se nas economias de certos países exportadores. Uma vez que exportam muito mais do que importam, esses países transformam seus superávits no balanço de conta corrente em fluxos de poupança nas economias mais gastadoras do mundo, de maneira que esse aporte de capital tende a valorizar o câmbio, gerando déficits comerciais elevados. Com esse deslocamento excepcional da Curva de poupança, a taxa de juros de equilíbrio se torna virtualmente negativa. Foco na curva de Oferta de fundos.

Hipótese	"crédito especulativo"
Síntese	Steve Keen acredita que a queda contínua dos juros americanos se deu especificamente pela atuação do FED para estimular a economia por meio do crédito. Entretanto, desde meados da década de 1980, esse crédito se descolou cada vez mais da esfera real (produtiva) da economia e se deslocou para a esfera especulativa, tornando a estrutura do sistema financeiro mais delicada, em formato de "Ponzi", e suscetível à uma grande crise seguida de depressão.

1.3 – Considerações Finais

É evidente que, em uma economia altamente globalizada, os efeitos da crise e da consequente recessão serão sentidos de diversas formas e por meio de diferentes canais ao redor do mundo. Além disso, as políticas econômicas adotadas nos países desenvolvidos para lidar com esse contexto também têm reflexos ao longo do globo.

Em um primeiro momento, observa-se que o próprio contexto de crise e de consequente recessão nos países desenvolvidos já traz consequências negativas para países em desenvolvimento que apresentam certo nível de globalização e liberalização financeira. Essa diminuição da demanda efetiva nos países centrais, por si só, já apresenta um problema para as exportações de países em desenvolvimento, especialmente para aqueles exportadores de commodities, que muitas vezes dependem em grande parte das importações de países centrais, como é o caso de Brasil e Chile. Além disso, nesse contexto de crise, tem-se um cenário de escassez de crédito internacional, fazendo com que os setores bancários dos países em desenvolvimento reajam com base nas expectativas dos agentes e retraiam o crédito, contribuindo para que empresas revejam seus planos de produção, resultando em uma queda da demanda efetiva interna.

Além disso, a política monetária nas economias desenvolvidas opera, principalmente, por meio da alteração da taxa de juros, o que modifica as condições de crédito e o valor das moedas nacionais. Tomando como exemplo o relaxamento monetário que ocorreu nos países desenvolvidos, fundamentalmente União Européia e Estados Unidos, visando enfrentar uma situação de recessão econômica, esse fato incentiva o crédito e o gasto, além de depreciar o dólar no mundo. O aumento do crédito e do gasto aumenta a demanda por importações nos países desenvolvidos vindas de países emergentes, de maneira que o efeito é expansivo e inflacionário nos Estados Unidos e Europa. Por outro lado, a depreciação do dólar tem um efeito desinflacionário e contrativo para a atividade econômica em economias emergentes uma vez que a valorização das moedas nacionais frente ao dólar reduz a competitividade das exportações de países emergentes.

Por fim, diante dessas taxas de juros baixas nos países centrais, os agentes tendem a migrar para países cuja taxa de retorno é maior, ainda que apresentem maior risco. Com essa entrada de capitais, há uma folga para políticas de expansão monetária sem que o câmbio sofra grandes pressões depreciadoras, uma vez que se tem mais moeda estrangeira no país. Entretanto é válido ressaltar que, muitas vezes, esses capitais são especulativos e de curto prazo, de maneira que o grau de liberdade para a flexibilização monetária deve levar em consideração o tipo de capital que entrou no país.

CAPÍTULO II - A ECONOMIA BRASILEIRA DESDE A CRISE FINANCEIRA GLOBAL DE 2007/2008: POLÍTICAS ECONÔMICAS E INTERPRETAÇÕES.

Em meio ao cenário de forte recessão global após o estouro da crise do *subprime*, é interessante analisar como se deram as medidas de política econômica no Brasil sob influência desse contexto, inicialmente frente à crise e, posteriormente, no período pós-crise. Antes de começar essa análise, entretanto, é importante que se tenha um panorama da situação econômica brasileira pré crise. Dito isto, a presente seção encontra-se estruturada conforme os subsequentes mandatos presidenciais, começando a partir do primeiro governo do ex-presidente Luiz Inácio Lula da Silva em 2003.

II.1. 2003 – 2006: Governo Lula I

De 2003 até eclosão da Crise Financeira Global, o cenário econômico externo mostrou-se bastante favorável tanto em termos de comércio, com uma grande demanda internacional por commodities e os preços das mesmas elevados, assim como em termos de fluxos de capitais. Prates et. al (2015, p. 18) afirmam que durante esse período, a economia brasileira teve um desempenho bastante notável se comparado às décadas de 1980 e 1990, atingindo um crescimento anual médio de 4.8% baseado principalmente no consumo das famílias, que chegou a 60% do PIB brasileiro. Adicionalmente, observou-se um contínuo aumento do crédito para famílias e empresas.

Bonelli *apud* Balassiano (2017, p. 12) também observa ser essa a maior média de crescimento do PIB brasileiro desde 1988, reforçando a escolha do primeiro governo Lula em manter inalterado o regime de política econômica herdado de seu antecessor, além de beneficiar-se da bonança internacional causada pela elevação dos preços das commodities exportadas pelo Brasil.

Sobre a conjuntura internacional amplamente favorável, Matteo e Magalhães afirmam que:

“Grande parte desse movimento esteve condicionado pelo processo de expansão das duas maiores economias mundiais, destacando-se o forte crescimento da economia chinesa. Com uma demanda em expansão, a China ampliou enormemente suas taxas de investimento, transformando-se no país com as maiores taxas de crescimento do PIB. Para isso, passou a demandar mais commodities no mercado internacional, especialmente as de origem agroindustrial. Com isso, desencadeou-se um processo correlato sobre os preços desses produtos, que entraram em rota ascendente e favoreceram os países com participação neste mercado específico.” (MATTEO E MAGALHÃES, 2011, p. 141)

Seguido por uma crise de confiança em 2002 que foi acompanhada de um ataque especulativo contra a moeda brasileira, o primeiro termo do governo de Luiz Inácio Lula da Silva (2003-2006) foi caracterizado pela mesma combinação de política macroeconômica adotada após a crise cambial de 1999: metas de inflação, superávit primário e câmbio livre e flutuante. Segundo Prates et. al (2015, p. 23), tanto a política fiscal quanto a política monetária foram mantidas majoritariamente ortodoxas, caracterizadas por um grande superávit primário e a manutenção de altas taxas de juros reais (ainda que em trajetória declinante), ao mesmo tempo em que o câmbio se valorizava gradualmente. Ainda segundo os autores:

“Diante de um ambiente externo positivo em termos de comércio e fluxo de capitais, a alta taxa de juros estimulou operações especulativas por meio de investimentos em portfólio e derivativos de câmbio [explicitados no texto como ‘FX derivatives’]. Estas operações, ao lado do superávit do Saldo em Conta Corrente, resultaram em uma significativa apreciação cambial. As intervenções da autoridade monetária no mercado cambial em 2005 não aliviaram tal apreciação da moeda, pelo contrário, resultaram no acúmulo de reservas em moeda estrangeira. Essa chamada ‘demanda preventiva por reservas’ contribuiu para o declínio da dívida externa líquida, assim como para a melhora da liquidez externa do Brasil. Além disso, nesse período o crédito bancário para o setor privado atingiu um crescimento significativo estimulado, entre outros fatores, pela implementação de operações de crédito dedutíveis na folha de pagamento, que reduziu o risco bancário e, conseqüentemente, o custo do crédito para famílias. (Prates et. al, 2015, p. 24)”

Portanto, o primeiro mandato de Lula foi majoritariamente marcado por uma política macroeconômica ortodoxa, que de acordo com Prates *et al.* (2015, p. 24) se estendeu até Setembro de 2008. Conforme relatado acima, assim como ocorreu com outras economias emergentes, desde 2005 que o cenário externo favorável permitia que o Brasil adotasse a estratégia da ‘demanda preventiva por reservas internacionais’, que por sua vez tinham uma função chave na redução da vulnerabilidade externa. Tal medida foi acompanhada por uma mistura de elementos de desenvolvimento social, com destaque para a formação de um grande mercado consumidor interno. Segundo Modenesi *et al.* (2012, p. 124) o tripé foi mantido rigidamente durante o termo 2003-2006: as metas de inflação e fiscais eram perseguidas rigorosamente, e a flutuação cambial – com ausência de controle de capitais – mantinha o câmbio como principal âncora para a inflação.

Bonelli *apud* Balassiano (2017, p. 12) afirma que “a partir de meados da segunda metade do ano 2000 o Brasil passou a adotar progressivamente um modelo de crescimento mais apoiado na demanda interna, cujo crescimento superou o PIB até 2012, mas com baixa poupança – porque calcado no consumo”. Enquanto isso, Prates *et al.* (2015, p. 32) apontam para o fato de que esse mercado interno foi impulsionado pelo crescimento do salário mínimo em termos reais, pelo estímulo ao crédito privado, além do aumento do poder de compra das famílias em um cenário de decréscimo dos preços de bens importados devido à apreciação

cambial. No que tange a política industrial, estes últimos a classificam como novo-desenvolvimentista uma vez que focou-se no fortalecimento das exportações. Seguindo essa mesma linha, Mattei e Magalhães argumentam que:

“Parte dessa estratégia de política econômica começou a mudar a partir de 2005-2006, (...), ganhando maior consistência em 2007 com a implementação do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC). (...) adotaram-se alguns instrumentos de política econômica mais flexíveis no sentido de impulsionar o consumo, ainda que as principais linhas básicas da política do período anterior permanecessem em voga.” (MATTEI E MAGALHÃES, 2011, p. 140)

II.2. 2007 – 2010: Governo Lula II

Em Setembro de 2008, quando os efeitos contagiosos da Crise Financeira Global resultaram em enormes saídas de capital, tanto a apreciação cambial quanto a tendência de crescimento do crédito apresentaram reversão em suas trajetórias. Segundo Senna (2013, p. 63) “(...) o crédito internacional praticamente secou e as expectativas de empresários e famílias sofreram forte abalo. No mercado bancário, o acesso a fundos e liquidez tornou-se privilégio das grandes instituições.” Em resposta a esse cenário, as autoridades brasileiras adotaram diversas medidas anticíclicas.

Segundo Prates *et al.* (2015, p. 24), tais medidas seriam: adoção pelo Banco Central do Brasil (BCB) de uma série de medidas visando o aumento de liquidez de maneira a impedir o alastramento da redução do crédito; o BCB interviu nos mercados cambiais; os bancos estatais foram estimulados a expandir suas operações de crédito visando compensar a desaceleração no suprimento de crédito por bancos privados; e o Ministro da Fazenda tomou medidas fiscais buscando estimular a demanda agregada. Segundo os autores:

“Tal reação contra cíclica foi possível, em grande medida, graças ao espaço possível para políticas econômicas criado pela mudança da posição do governo brasileiro, que conquistou uma posição de credor líquido de reservas internacionais. Consequentemente, a depreciação cambial favoreceu às finanças públicas. Em um contexto de rápida recuperação da economia e uma nova onda de fluxos de capitais em direção à economias emergentes a partir de meados de 2009, o Brasil novamente experienciou novamente enormes aportes de capital estrangeiro de curto prazo estimulados por uma ainda alta diferença entre juros domésticos e internacionais. Conforme o BCB retomou a política cambial adotada pré crise [com câmbio flutuante e sem intervenções] a moeda brasileira sofreu grande apreciação no ano de 2009” (PRATES *et al.*, 2015, p. 25).

Os juros nominais começam a cair já na primeira reunião do Copom de 2009 e continuam em trajetória de queda pelos seis meses seguintes. Dessa maneira, percebe-se que apesar da redução relativamente abrupta da taxa de juros real brasileira, a diferença com relação às taxas internacionais ainda era grande, de maneira que a moeda se apreciou mesmo com a queda de juros. Com relação à essa queda da taxa de juros, Senna (2013) afirma que:

“não é fácil lembrar de um movimento desse tipo, de redução de juros no país, na esteira de uma crise internacional e de severas pressões no mercado de câmbio” e que esse movimento só foi possível graças à combinação do regime de metas de inflação com o câmbio flutuante, e da melhora da percepção de risco país, em conjunto com o grande acúmulo de reservas internacionais.” (SENNA, 2013, p. 63)

Seguindo essa mesma linha de pensamento, Matteo e Magalhães (2011, p. 141) afirmam que o acúmulo de reservas foi o fator dominante para assegurar o equilíbrio externo da economia brasileira durante a resposta à crise, permitindo que fossem adotadas medidas de política econômica mais flexíveis para lidar com a mesma. Justamente por isso, se observa uma forte retração nos saldos de reservas internacionais a partir da crise financeira global.

Diante desse contexto de apreciação cambial pós-crise, em Outubro de 2009, o Ministro da Fazenda começou a impor regulações sobre fluxos de capital. Um ano depois, em 2010, tais regulações foram intensificadas com a primeira medida visando operações com derivativos cambiais e controles administrativos. De acordo com Modenesi *et al.* (2012, p. 125), “a partir de 2010, o foco voltou-se para o câmbio. Também foram adotadas medidas para conter determinados preços e para controlar a demanda agregada, em atuação mais coordenada com o BCB.” Segundo esses autores (2012, p. 125), o principal instrumento para controlar a apreciação cambial foi o imposto sobre operações financeiras (IOF), visando desestimular o ingresso de capitais de curto prazo em busca de reduzir a volatilidade do fluxo de capitais e da taxa de câmbio. Em relação ao controle de preços, Modenesi *et al.* (2012, p. 125) afirmam que “ressaltam-se as desonerações tributárias e, principalmente, a criação de linha de financiamento para estocagem de etanol (combustível), visando garantir oferta adequada na entressafra (...).” Ainda segundo esses autores (2012, p. 125), o MF [Ministério da Fazenda] também buscou eliminar o piso para a Selic por meio da proposta de alteração nos rendimentos da poupança, contribuindo, de forma coordenada com o BCB, para a queda dos juros.

Modenesi *et al.* (2012, p. 125-126) ressaltam que essa nova mudança de política referente ao BCB ocorre a partir de Dezembro de 2010, com a edição de dois conjuntos de medidas. Segundo os autores, “o primeiro contemplava a elevação dos recolhimentos compulsórios sobre os depósitos à vista e a prazo, a fim de reduzir a liquidez bancária e, consequentemente, moderar a oferta de crédito [que encontrava-se em situação expansiva devida às medidas anticíclicas introduzidas]”, buscando aliviar a demanda agregada e, consequentemente, a inflação. Com relação aos compulsórios, Modenesi *et al.* (2012, p. 124) fazem uma observação interessante: ainda que os mesmos já tivessem sido utilizados para dar liquidez ao sistema bancário durante a crise financeira, como mencionado anteriormente, essa

foi a primeira vez em que os depósitos compulsórios foram utilizados como instrumento de política monetária complementar à Selic no controle à inflação, representando relevante inovação já que, desde a adoção do Regimes de Metas de Inflação, o BCB utilizava unicamente a Selic como instrumento de controle inflacionário. Já o segundo conjunto de medidas era formado por medidas de controle de crédito chamadas de macroprudenciais, através das quais Modenesi *et al.* (2012, p. 126) afirmam que “ampliou-se o requerimento de capital das operações de crédito a pessoa física (pela elevação do fator de risco).”

Barbosa Filho e Pessôa (2014, p. 24) apontam para o ano de 2009 como representativo de uma forte inflexão na política econômica do governo Lula, afirmando que após o período de Palocci como ministro da fazenda, em que se teve “forte continuidade com a política econômica do governo anterior”, o novo ministro Guido Mantega “enxergou na saída da crise de Setembro de 2008 a oportunidade de implantar um novo regime de política econômica.”

Prates *et al.* (2015, p. 25), por sua vez, definem o período de Outubro de 2008 até 2010 como uma segunda fase do Governo Lula. No contexto de contágio dos efeitos da crise financeira global, o segundo termo do ex-presidente adotou uma política fiscal mais flexível, incluindo um aumento no investimento público, promoveu uma atuação contra cíclica dos bancos estatais e estimulou políticas sociais, ampliando ainda mais o salário mínimo real e os programas de combate à pobreza. Sobre tais medidas de política econômica, ainda de acordo com Prates, diz-se que:

“Essas medidas, coerentes com o desenvolvimentismo social, foram tomadas com certo pragmatismo e fugiram do escopo que nós definimos como políticas ortodoxas anteriores à crise. Em um segundo momento, quando a economia se recuperou, o governo adotou controles de capitais baseados em preços e aplicou regulações macro prudenciais no mercado de crédito para evitar, respectivamente, a apreciação cambial e a expansão do crédito. Ainda que esses dois tipos de regulação financeira tenham sido incluídos, em certa medida, no conjunto de recomendações macro econômicas pós crise de 2008 (Blanchard *et al.* 2010), eles se enquadram na abordagem novo-desenvolvimentista” (PRATES *et al.*, 2015, p.25).

Na visão de Almeida Jr, Lisboa e Pessôa *apud* Balassiano (2017, p. 16), o Brasil reagiu “às dificuldades com a distribuição de benefícios públicos adicionais.” Além disso, segundo esses autores, “prometia-se superar os desafios da crise externa com a concessão de estímulos e incentivos à produção para setores selecionados” uma vez que era esperado que o crescimento econômico, que seria proporcionado pelos estímulos ao consumo e ao investimento, garantiria os recursos necessários para acompanhar essa expansão do gasto público.

O fato, como aponta Senna (2013, p. 63), é que “como em toda parte, a atividade econômica sofreu um grande baque, tendo a queda do PIB atingido mais de 14,5% no último trimestre de 2008 e mais de 6% (taxas anualizadas) no primeiro trimestre de 2009.” Entretanto, já a partir do segundo trimestre de 2009, a economia já exhibe sinais de grande exuberância, e em 2010, o PIB brasileiro cresce ao ritmo de 7,5%, o maior desde 1986. Nesse contexto, Senna (2013, p. 64) argumenta que “diante desse quadro, e dada a demora em retirar o estímulo monetário, a inflação voltou a subir.”

II.3. 2011 – 2014: Governo Dilma I

Em Janeiro de 2011, Dilma Rousseff assume a presidência da República de um país com taxa de inflação de 5.9 pp. e crescimento de 7 pp. Em meados do seu primeiro mandato, o governo introduziu gradualmente uma mudança de orientação na política econômica visando estimular o crescimento, a qual foi chamada de “Nova Matriz Econômica”. De acordo com Prates *et al.* (2015):

“As ferramentas de regulação tradicionalmente usadas sobre o mercado de câmbio ‘spot’ e sobre o mercado de derivativos cambiais foram expandidas uma vez que as medidas anteriores apenas mitigaram a tendência de apreciação cambial do real, contribuindo para a deterioração da competitividade do setor manufatureiro brasileiro, tanto nos mercados internos quanto externos (Prates and Fritz 2016; Paula and Prates 2015).” (Prates *et al.*, 2015, p. 25)

Essa mudança de orientação foi completada por uma redução progressiva tanto da taxa de juros quanto da meta de superávit primário. Ainda segundo Prates *et al.* (2015, p. 25), a interação entre as novas e mais estritas regulações cambiais, a política monetária mais flexível e o aumento da aversão ao risco de investidores globais devido à piora da crise do euro, eventualmente apresentou os resultados esperados pelo governo; depreciação da moeda nacional. Na visão de De Bolle (2016, p. 30), as tais medidas macroprudenciais mencionadas na subseção anterior são creditadas ao ano de 2011, durante o primeiro mandato de Dilma, e as define de forma geral como “a necessidade de dar aos Bancos Centrais uma forma mais eficaz de contornar os problemas gerados pelo excesso de recursos externos que entravam nos diferentes países. (...) As medidas macroprudenciais eram uma forma de tornar os Bancos Centrais mais atuantes e capazes de preservar a estabilidade financeira, impedindo que crises como a de 2008 voltassem a ocorrer.” Ainda assim, autora (2016, p. 31) ressalta que até hoje não há uma definição clara do que seriam essas medidas, entretanto, no caso do Brasil, um exemplo dado por De Bolle seria a introdução de impostos sobre operações financeiras (IOFS).

Segundo Modenesi *et al* (2012, p. 126), na reunião do Comitê de Política Monetária de agosto de 2011, a nova orientação do Banco Central brasileiro “materializou-se em corte, não previsto pelo mercado financeiro, de 50 pp. na Selic (...) movimento que gerou pesadas perdas para a maioria dos agentes do mercado de Depósito Interfinanceiro (DI), que apostava na manutenção dos juros.” De acordo com os autores:

“Essa decisão fundamentou-se por um quadro inflacionário mais benigno, marcado por: i) ameaça de recrudescimento da crise européia e consequente manutenção dos juros internacionais em patamares mínimos históricos; ii) arrefecimento da atividade econômica doméstica; e iii) reaproximação da inflação ao centro da meta. Além disso, o MF agiu de forma coordenada com o BCB, elevando a meta de superávit primário.” (MODENESI *et al.*, 2012, p. 126)

Adicionalmente a essas medidas, o governo instituiu uma ampla variedade de outros instrumentos de política econômica como por exemplo: o congelamento nominal de tarifas públicas relevantes (energia e gasolina) visando conter a inflação; a atuação de bancos estatais buscando reduzir o spread bancário; entre outros. Além disso, diante de um desempenho fiscal positivo durante a primeira metade de 2011, o governo adotou diversas medidas de estímulo fiscal, principalmente no que diz respeito ao setor manufatureiro nacional. Prates *et al.* (2015, p. 26) afirmam que essas excessões foram gradualmente extendidas buscando aumentar a competitividade internacional do setor em questão, danificada tanto pela apreciação cambial quanto pela maior competição nos mercados externos. Os autores ressaltam, entretanto, que no primeiro ano, essas medidas não alteraram a orientação geral da política fiscal.

A despeito dessa Nova Matriz Econômica, Pessoa (2016, p.47) a define como “o aumento da discricionariedade da política econômica sobre o funcionamento dos mercados”, composta tanto de medidas macro quanto microeconômicas. Tais medidas foram elencadas por Pessoa (2016, p. 47-48) conforme os seguintes pontos:

1. Alteração do câmbio flutuante para fortemente administrado;
2. Adoção recorrente de artifícios para atingir a meta de superávit primário, reduzindo a transparência da política fiscal, além de progressiva redução do superávit primário;
3. Redução, sem que os fundamentos permitissem, da taxa básica real de juros e, portanto, maior tolerância com a inflação;
4. Controle de preços, principalmente dos serviços de utilidade pública e gasolina, como mecanismo alternativo para controlar a inflação;
5. Enfraquecimento e redução do papel das agências reguladoras;

6. Expansão do crédito subsidiado, sobretudo por meio do BNDES, para estimular o investimento, com forte discricionariedade em relação aos favorecidos;
7. Redução da abertura econômica ao comércio internacional;
8. Ampliação das políticas discricionárias, como a desoneração tributária de setores ou de bens selecionados, em detrimento das políticas horizontais, com tratamento equânime à maioria dos setores;
9. Aumento da intervenção pública e do papel da Petrobrás no setor de petróleo;
10. Intervenção no setor elétrico para baixar as tarifas e antecipar a renovação das concessões;
11. Uso dos bancos públicos para reduzir o spread bancário;
12. Resistência à participação do setor privado na oferta de serviços de utilidade pública e de infraestrutura em geral;
13. Emprego indiscriminado dos pisos de conteúdo nacional sem preocupação com as repercussões dessas medidas nas cadeias produtivas e na eficiência sistêmica do país.

Ainda segundo Pessoa (2016, p. 48, *apud* Balassiano, 2017, p. 17)

“‘o pacote macroeconômico foi adotado com toda força a partir de 2011’ e ‘o pacote microeconômico foi adotado a partir de 2003, nomeadamente: a alteração de todo o plano de negócios da Petrobras; a introdução do programa de reconstrução da indústria naval, o Promef; e a redução do papel das agências reguladoras e, com ela, a revisão do preço dos serviços monitorados bem abaixo da inflação, ocorreram antes da crise’”. Balassiano (2017, p. 17)

Para Senna (2013, p. 63), esse novo ciclo expansionista proposto pela NME foi de alta agressividade, vide a redução brusca de mais de 5pp da taxa básica real de juros e a velocidade do movimento. De acordo com o autor, “não era propriamente de estímulo monetário que a economia brasileira necessitava para crescer. Justamente por isso não houve resposta da atividade econômica ao ciclo monetário expansionista iniciado em meados de 2011. No segundo trimestre de 2011, o PIB cresceu apenas 2% ao ano.”

Com uma visão um pouco diferente de Pessoa e Senna, Prates *et al* (2015, p. 26) acreditam que, se comparadas às políticas anti-cíclicas lançadas para lidar com o efeito contagioso da crise, a nova série de políticas anti-cíclicas implementadas em 2012-2014 foram bastante limitadas, se utilizando mais de isenções fiscais do que de gastos públicos, e gerando pouco impacto agregado sobre a produção e nível de emprego. Os autores também expõe em seu argumento o fato de o investimento público ter sido significativamente maior no período 2006-2010. Sobre esse expansionismo da política econômica, De Bolle (2016, p. 93) afirma que, em meados de 2012, o mantra do governo era fazer de tudo para reerguer a

indústria brasileira e o pacote de medidas para alcançar esses objetivos incluía “a maior disponibilidade de crédito barato dos bancos públicos, desonerações das folhas de pagamento das empresas – trocando a fonte de tributação da folha para o faturamento das companhias -, além das medidas protecionistas como regras de conteúdo nacional e impostos sobre os produtos industrializados (IPIS) diferenciados sobre importados e bens domésticos (...)”.

Borges, por sua vez, observa diversas dessas medidas implementadas pela NME como favoráveis:

“(...) a retomada e intensificação da agenda de concessões de setores de infraestrutura em 2011/2012 (ainda que seu início tenha sido atribulado), a nova Lei dos Portos (em 2013), a aprovação de uma série de medidas institucionais que tendem a reduzir a corrupção em prazos mais longos (a Lei da Ficha Limpa, em 2010; a Lei de Acesso à Informação, em 2011; a Lei Anticorrupção, de 2013), além de políticas que incentivaram um aumento adicional do número de jovens estudando (como ProUni, o Fies e mesmo o Pronatec), sem contar ainda a criação do Funpresp (fundo de previdência complementar para funcionários públicos) em 2012” (BORGES *apud* BALASSIANO, 2017, p. 18).

Independentemente da visão de cada autor a respeito do novo plano econômico, o fato é que, em Abril de 2013, o Banco Central do Brasil começou a aumentar gradual e continuamente a taxa de juros visando conter a crescente inflação. Além disso, o governo removeu as regulações sobre as operações de câmbio graças à indicação do Federal Reserve (FED) de que sua política de ‘flexibilização quantitativa’ saíria de pauta em breve (‘tapering’). Simultaneamente, o governo brasileiro expandiu as exceções fiscais e tentou intensificar o investimento em infraestrutura.

Prates *et al.* (2015, p. 32), ao abordarem o período 2011-2014, afirmam ser difícil classificar se a orientação de política econômica foi majoritariamente ortodoxa ou heterodoxa, uma vez que essa fase foi caracterizada por uma forte oscilação entre políticas macroeconômicas ortodoxas e desenvolvimentistas. Seguindo esse raciocínio, Prates afirma que:

“Devido a depreciação cambial e política de decréscimo de juros, se poderia pensar que a Nova Matriz Econômica é diretamente influenciada por princípios desenvolvimentistas, entretanto, diversos outros elementos presentes dessa teoria não estavam presentes, especialmente no que diz respeito à política fiscal em 2013-2014. Não só a política fiscal era cada vez mais expansiva, como também orientada pelo foco no lado da oferta ao invés do foco no lado demanda. Mesmo na época do lançamento do plano econômico, o mesmo já havia sido criticado por social desenvolvimentistas (Bastos 2015).” (PRATES *et al.*, 2015, p. 32)

Além disso, conforme exposto anteriormente, a partir de 2013 se observa o retorno de uma orientação majoritariamente ortodoxa em termos de política monetária e cambial, visando a estabilização da inflação. Ao mesmo tempo, durante esse mesmo primeiro governo de Dilma Rousseff, os pilares do desenvolvimentismo social presentes nos governos anteriores foram mantidos, ou seja, aumentos de salário mínimo, atuação ativa dos bancos públicos e de políticas industriais, além do estímulo ao crédito privado. Ainda assim, segue Prates (2015, p. 33), “o investimento público decresceu no período 2010-2014, de maneira que é impreciso definir a orientação da política macroeconômica desse período como social desenvolvimentista.”

II.4. 2014 – 2016: Governo Dilma II

Dilma Rousseff foi reeleita em 2014 e, já em 2015, o governo mudou radicalmente sua política econômica em direção à uma ainda mais ortodoxa do que aquela que já vinha sendo implantada desde 2013 (que contemplava, até então, majoritariamente os âmbitos monetário e cambial). Segundo Prates *et al.* (2015, p. 60), o principal objetivo dessa nova política econômica era promover o ajuste fiscal, essencialmente do lado dos gastos públicos, entendido como fundamental para retomar a confiança dos agentes, o que é pré condição básica para a recuperação econômica. Com esse intuito, o governo brasileiro se comprometeu a um superávit fiscal primário de 1.2% do PIB, implementando uma série de medidas visando reduzir o gasto público, reajustou os preços monitorados da energia e do petróleo, enquanto o BCB promovia gradualmente acréscimos na taxa real de juros, que foi de 10.92% em Outubro de 2014 a 14.14% em Agosto de 2015.

Devido à uma forte depreciação do real em 2015, o BCB precisou intervir no mercado cambial visando reduzir a volatilidade da taxa de câmbio, assim como também ofereceu aplicações de “hedge cambial” a agentes privados, por meio da utilização de swaps cambiais. Prates *et al.* afirmam que:

“Os esforços de ajuste fiscal falharam uma vez que as receitas fiscais caíram bruscamente em 2015, fazendo com que o Ministro da Fazenda tivesse que rever as metas fiscais. Graças à recessão e aos crescentes pagamentos de juros, o déficit público nominal aumentou ainda mais no ano em questão. A dívida pública líquida em relação ao PIB, que havia caído a seus menores níveis durante todo o período em análise, que em 2013 era 30,5% do PIB, voltou a crescer bruscamente para 46% do PIB em 2016. Durante esses mesmos anos [2013-2016], a dívida pública bruta em função do PIB teve um aumento ainda mais significativo, de 51.5% para 69.9%. Isso significa que ativos do governo (principalmente reservas em moeda estrangeira e empréstimos a bancos públicos) diminuíram em termos relativos, ao contrário do período 2010-2014, em que eles cresceram significativamente.” (PRATES *et al.*, 2015, p. 27).

Já no início de 2016, o novo ministro da Fazenda Nelson Barbosa anunciou a agenda de medidas econômicas para o ano: desvinculação de parte da receita tributária, estabelecimento de um limite para o crescimento dos gastos do governo (correntes e com pessoal), simplificação do sistema tributário e uma Reforma da Previdência, esta que nunca chegou a ser apresentada ao público. De acordo com Prates *et al.* (2015, p. 27), a maior dificuldade do governo era estabelecer uma estratégia de consolidação fiscal a qual, entre outras coisas, seria capaz de reverter a tendência altista do gasto público, que por sua vez contraditoriamente comprometeu a capacidade do Estado Brasileiro de implementar políticas públicas de longo prazo. Os autores seguem argumentando que em 2016 o contágio da crise política virtualmente paralizou as ações do governo, de maneira que tornou impossível a adoção de qualquer agenda de política econômica até o impeachment da então presidente Dilma Rousseff no próprio ano de 2016.

Dessa forma, o segundo mandato de Dilma (2015-2016) se destacou por uma mudança radical nas medidas de política econômica principalmente no âmbito fiscal e monetário, que convergiram para políticas de viés bastante ortodoxo. Com relação à taxa de câmbio, o BCB implementou uma estratégia para reduzir a volatilidade e prover “hedges” contra o risco cambial, entretanto, não se envolveu na determinação da taxa de câmbio. No que toca as políticas sociais, não se vêem grandes diferenças, a regra de reajuste do salário mínimo, por exemplo, foi mantida, embora o baixo crescimento combinado com alta inflação em 2015-2016 tenham limitado o aumento real dos salários.

Finalmente, Prates *et al.* (2015, p. 33) defendem que “a ambiguidade e falta de coordenação das políticas econômicas somadas à piora do cenário internacional podem explicar a desaceleração da economia brasileira, especialmente de 2014 em diante.”

A respeito dessa recente desaceleração da economia brasileira, Barbosa Filho e Pessôa (2014, p. 17) discordam de Prates e afirmam que a mesma “(...) foi um fenômeno de queda da taxa de crescimento da produtividade do capital, que se reduziu de 0,9% ao ano para -1,6%”, ressaltando que a taxa de crescimento da produtividade do trabalho também caiu nesse período, mas em menor grau. Dessa forma, os autores argumentam que há duas forças por trás dessa queda e consequente desaceleração: uma estrutural, referente ao padrão de escolha social da população, e a outra, referente a forte alteração que houve nas políticas macro e microeconômicas. Os autores defendem que “uma possível conjectura é que o enorme intervencionismo do setor público que se iniciou de forma mais pesada em 2009 tenha reduzido muito a produtividade incremental do capital em função, provavelmente de má

alocação do recurso.” Com relação ao lado estrutural, Barbosa Filho e Pessôa (2014, p. 13) apontam para o “Contrato social da redemocratização”, identificando-o como “(...) desde a promulgação da constituição em 1988 um contrato social que requer a continua elevação do gasto público com proporção do PIB. Isto é, o contrato social demanda que a receita tributária cresça além do crescimento do produto.” De outro lado, sobre a mudança mais drástica de política econômica ocorrida desde 2009 mas principalmente a partir da introdução da Nova Matriz Econômica, esses mesmos autores afirmam que, do ponto de vista de uma análise institucional do processo de desenvolvimento econômico, o pacote econômico trazido pela NME “certamente reduz a eficiência da economia”, defendendo que “esta afirmação parece claríssima com relação ao desmonte do tripé econômico.” Ainda segundo Barbosa Filho e Pessôa (2014, p.12), o tripé econômico é fundamental para garantir uma previsibilidade econômica, sendo definindo pelos autores como “(...) um conjunto de regras que permite a construção de cenários futuros” uma vez que possibilita saber “a regra de interação entre as diversas variáveis.”

Seguindo essa mesma linha, Ferreira e Cardoso (*apud* Balassiano, 2017, p. 14) também afirmam que a crise atual poderia ter sido evitada, uma vez que os problemas pelos quais o Brasil passa foram “autoinflingidos”, não foram consequências de choques externos, por crise internacional ou por qualquer outra força alheia ao controle do país. Para eles, tais problemas “começaram a ser gestados pela política econômica intervencionista adotada após a crise do *subprime* em 2008 e intensificada ao longo do primeiro governo de Dilma Rousseff.”

Por outro lado, Borges diverge dessa interpretação de culpar quase que exclusivamente a política econômica interna afirmando que:

“é possível identificar claramente uma interconexão entre a desaceleração do crescimento potencial nos últimos anos – que foi bem menos intensa do que a perda de ritmo do crescimento efetivo – e diversos fatores não ligados às decisões de política econômica doméstica nesse período.” (BORGES *apud* BALASSIANO, 2017, p. 8)

Definindo o *interim* 2004/10 versus 2011/15, Borges (*apud* Balassiano, 2017, p. 19) compara, via estimador de diferenças em diferenças, o PIB per capita entre o desempenho do Brasil e a média e a mediana simples de todos os 189 países presentes na base de dados do World Economic Outlook do FMI. Nesse estudo, o autor conclui que “a desaceleração brasileira em 2011-2015 foi mais que o dobro daquela verificada nos demais países”. Entretanto, Borges ressalta que, ao mudar o recorte temporal e comparar os desempenhos

antes e depois de 2009, o Brasil mostra desaceleração condizente com o resto do mundo. De acordo com o autor:

“esse contraste nas conclusões que emergem a partir das comparações que levam em conta apenas o período pós 2011 comparativamente ao pós 2009 (ou seja, uma diferença de apenas dois anos) é explicado pela saída muito rápida da economia brasileira da recessão de 2008/09: o Brasil sofreu uma desaceleração muito pequena em 2009/10 ante 2003/08 (-0,3 p.p ao ano), ao passo que na média dos 184 países a desaceleração foi brutal (-3,0 p.p., passando a -2,2 p.p. quando se leva em conta a mediana)” (BORGES *apud* BALASSIANO, 2017, p. 22)

Fazendo referência ao estudo de Pritchett & Summers (2013), Borges (*apud* Balassiano, 2017, p. 22) defende que parte do pífio desempenho da economia brasileira, especialmente após 2011, pode refletir simplesmente uma “ressaca” resultante da euforia de crescimento experimentada pelo país nos anos anteriores, ocorrendo um processo de “convergência à média.” O autor observa que ainda que o Brasil tenha apresentado, de 2011 em diante, uma desaceleração de seu crescimento mais intensa que outros países e regiões, a desaceleração do PIB brasileiro não foi muito diferente da média global ao se levar em consideração todo o período pós quebra do Lehman Brothers (Set/2008). Ainda segundo ele, essa diferença da posição brasileira comparativamente a outros países se dá pelo fato de que “(...) o Brasil sofreu muito pouco, em termos relativos e absolutos, no início do período 2009-2015.” O autor então, avaliando econometricamente a influência de fatores estritamente exógenos, conclui que:

“o lento crescimento do PIB brasileiro observado em 2011-2015 não foi muito diferente daquele sugerido pelo ‘macroambiente exógeno’ bastante desfavorável nesse período, caracterizado por expressiva queda dos termos de troca, desaceleração adicional do comércio global e grande concentração temporal de choques de oferta negativos na área hídrico- energética domesticamente. Ademais, o forte crescimento do PIB brasileiro observado em 2007-2010 – bem acima do sinalizado pelo ‘macroambiente exógeno’ observado nesse período – também acabou gerando uma espécie de ‘ressaca’ nos anos seguintes.” (BORGES *apud* BALASSIANO, 2017, p. 23)

II.5. Considerações Finais

Observa-se, ao analisar essa trajetória da política econômica brasileira e seus resultados ao longo do período em questão, que as teorias a respeito da recessão vistas na primeira seção não parecem ser suficientes para explicar o desempenho econômico do país. Pelo contrário, a revisão bibliográfica analisada sob a luz das teorias apresentadas no capítulo um parece indicar que a política econômica interna teve um papel mais significativo sobre os resultados da economia brasileira do que o cenário externo.

É nitidamente possível notar o impacto que a crise do *subprime* teve sobre as variáveis macroeconômicas, principalmente no segundo semestre de 2008 e no ano de 2009, entretanto, já em 2010 o Brasil passa a apresentar um crescimento bastante expressivo, compensando as

quedas anteriores. A partir de 2011, todavia, o país passa a apresentar evidente falta de coordenação entre suas políticas econômicas ao mesmo tempo em que os indicadores macroeconômicos passam a degradar-se gradualmente. Dessa forma, o Brasil parecia não encontrar muitos problemas com o então cenário de baixo crescimento mundial antes da crise, apresentando bom crescimento médio de 2003 a 2008 com uma certa utilização de políticas econômicas expansivas, fundamentalmente pelo lado fiscal. Em seguida, o país sofreu as consequências dos anos de ápice da crise financeira e, utilizando-se de uma variedade de políticas contracíclicas, voltou a apresentar crescimento bastante expressivo logo em seguida. No ano seguinte, com diversas mudanças na política econômica interna e um cenário externo menos crítico, o Brasil não consegue manter seus níveis de crescimento e observa variáveis macroeconômicas se degradarem.

Diante disso, as teorias referentes ao período de recessão mundial apresentadas no capítulo um não parecem ser suficientes para explicar o mau desempenho da economia brasileira a partir de 2011. Primeiramente, a teoria da estagnação secular de Larry Summers não parece ser capaz de explicar o mal desempenho da economia brasileira uma vez que o Brasil apresentava bons níveis de crescimento já no período de 2003 a 2007. Na teoria de Summers, o mundo já estaria experienciando uma estagnação secular das economias desenvolvidas nesse período, entretanto, o Brasil não parece ter sido significativamente impactado, mantendo bons níveis de crescimento graças aos altos níveis de preços de commodities e ao importante crescimento de países em desenvolvimento principalmente a China. Ainda assim, com o ápice da crise e a queda dos preços das commodities em 2008 e 2009, o Brasil sofre certo impacto e apresenta quedas no produto, entretanto, já em 2010 consegue atingir um importante nível de crescimento bastante apoiado na demanda interna, mostrando que apesar do cenário externo o país tinha força potencial para crescer. É a partir de 2011, com a gradual melhora do cenário externo e as significativas mudanças de política econômica interna, que o país passa a ver sua economia em decadência. Pode-se ressaltar também que em 2013, quando os Estados Unidos mostram algum sinal mais relevante de recuperação econômica, as variáveis macroeconômicas brasileiras seguem deteriorando-se. Dessa maneira, a teoria da estagnação secular não parece ser suficiente para explicar a queda da economia brasileira no período analisado.

A teoria da poupança global de Bernanke, ao se revisar a bibliografia, não parece afetar negativamente o Brasil. Aponta-se para o excesso de exportações globais, principalmente chinesas e de países árabes exportadores de petróleo, como algo prejudicial às economias desenvolvidas e, conseqüentemente, à economia mundial. Entretanto nota-se que, ainda que exportassem muito, a China passou também a importar em níveis bastante elevados,

em linha com seu expressivo crescimento, de maneira que muitas vezes compensou por grande parcela da queda das exportações brasileiras para países desenvolvidos. Somando a isso os altos níveis dos preços das commodities, o Brasil conseguiu manter um crescimento bastante razoável baseado nessa estrutura comercial, principalmente de 2003 até 2007.

Por fim, a teoria do crédito especulativo proposta por Keen, tampouco parece ilustrar o desempenho ruim da economia brasileira principalmente a partir de 2011. Ainda que a teoria pareça bastante plausível e explique a composição do cenário externo, a mesma não parece ser a principal responsável pela queda brusca de rendimento da economia brasileira. De fato, a abundância de crédito especulativo até o ápice da crise em 2008 foi concreta e, de certa forma, positiva para o Brasil uma vez que com taxas de juros mais baixas nos países desenvolvidos existia uma menor pressão sobre o real, permitindo também a queda dos juros e barateamento do crédito dentro do país. Realmente, a gradual expansão desse crédito especulativo sem qualquer controle acabou por culminar na crise do *subprime*, que de fato teve consequências negativas para o Brasil nos primeiros momentos. Entretanto, percebe-se que o cenário externo não foi a variável mais importante uma vez que já em 2010 o país atingiu o crescimento mais expressivo dos últimos anos, bastante apoiado na demanda interna. A partir de 2011, no entanto, a coordenação e orientação das políticas internas começa a mudar, de maneira que a economia começa a decair ainda que o cenário externo estivesse gradualmente melhorando. Portanto, nenhuma das teorias por si só parece ser suficiente para explicar o péssimo desempenho brasileiro que começou em 2011, e a nítida mudança nas políticas econômicas internas aparenta ter sido o ponto de inflexão no desenvolvimento brasileiro.

CAPÍTULO III - A ECONOMIA CHILENA DESDE A CRISE FINANCEIRA GLOBAL DE 2007/2008: POLÍTICAS ECONÔMICAS E INTERPRETAÇÕES.

Nesse mesmo contexto de forte recessão global após o estopim da crise do *subprime*, cabe agora analisar como se deram as medidas de política econômica no Chile sob influência desse cenário, inicialmente frente à crise e, posteriormente, no período pós-crise. Tal como foi feito na análise da economia brasileira na subseção anterior, é interessante que se tenha um panorama da situação econômica chilena pré crise. Por esse motivo, e buscando um paralelo temporal com a seção anterior, a presente seção também encontra-se estruturada conforme os subsequentes mandatos presidenciais, mas começando a partir de meados do governo do ex-presidente Ricardo Lagos em 2003

III.1. 2003 – 2006: Governo Ricardo Lagos

Como exposto anteriormente, partir de 2003 os mercados internacionais registraram uma alta crescente e muito significativa dos preços e do volume com relação ao comércio de matérias primas, o que resultou em um forte choque externo positivo em economias produtoras desses recursos. Segundo relatório de Memória Anual do Banco Central (2003), o maior dinamismo internacional, observado especialmente nos Estados Unidos, Japão e Ásia emergente (China, em particular), unido à depreciação do dólar nos mercados internacionais (por conta das políticas expansivas nas principais economias desenvolvidas) e a menores níveis de estoque em relação ao ano anterior, refletiu em um sólido e significativo aumento do preço do cobre. De acordo com Ffrench-Davis:

“o Chile se viu favorecido por uma notável melhora em seus termos de troca, equivalente a 10 por cento do PIB, entre o quinquênio recessivo de 1999-2003 e o crescente biênio de 2004-2005. Ainda que metade dos ingressos provenientes da melhora dos preços de exportação tenha correspondido a lucros de empresas estrangeiras, restou um significativo saldo que elevou a demanda interna e, com isso, a taxa de crescimento do produto efetivo, de 2,6 por cento a 5,8 por cento.” (Ffrench-Davis, 2017, cap. IX, pag. 23)

Ainda segundo o autor (2017, cap. IX, p. 23), o fato de que o ritmo efetivo de crescimento de 2004-2005 tenha mais que duplicado a média de 1999-2003 na ausência de mudanças significativas em variáveis estruturais, é uma prova contundente de que existia uma brecha recessiva na economia chilena desde 1999, que constituía principalmente um desequilíbrio da macroeconomia real, resultante da escassez de demanda interna. Uma vez que a meta de inflação era cumprida em excesso, notava-se um claro desequilíbrio entre os

objetivos da política macroeconômica nos anos anteriores. Cabe ainda ressaltar que, segundo o relatório de Memória Anual do Banco Central (2003, pag. 14), o ano de 2003 foi marcado por duas reduções da taxa de juros nominal, uma de 25 pontos base em Janeiro e outra de 50 pontos base em Dezembro, em congruência com a evolução do cenário externo e interno, mas especialmente por conta da redução da inflação projetada.

Dessa forma, Ffrench-Davis (2017, cap. IX, pag. 24) argumenta que, dado o não aproveitamento da capacidade de reativação da economia por meio de políticas macroeconômicas nacionais, a força predominante nessa recuperação da economia chilena foi justamente esse choque positivo nos termos de troca e, sem dúvida, vários anos depois de que a política econômica nacional poderia ter atuado. Assim, junto à mencionada recuperação do PIB efetivo, liderado pelo aumento da demanda e a consequente redução da brecha recessiva, o nível de investimento começou a subir vigorosamente, ainda que com certo atraso, elevando assim o PIB potencial. De acordo com o relatório de Memória Anual do Banco Central (2004, pag. 13) já ao longo de 2004 a demanda interna aumentou nitidamente seu ritmo de crescimento alcançando uma taxa de crescimento anual que superou amplamente a observada no ano anterior, e foi mais de um ponto percentual superior ao PIB. Já segundo o mesmo relatório para o ano seguinte (2005, pag. 11), a taxa de crescimento da atividade interna foi de 6,3 por cento, cifra um tanto superior à observada em 2004, e a demanda interna cresceu 11,4%, destacando a expansão da formação bruta de capital fixo – com uma taxa de investimento que alcançou um novo máximo histórico – e do consumo, em particular de bens duráveis, que não se ressentiu com os maiores preços dos combustíveis. Para o ano de 2006, o relatório de Memória Anual (2006, pag. 11) aponta que internamente a atividade econômica cresceu 4 por cento, uma cifra abaixo do esperado no início do ano. Enquanto isso, a demanda interna desacelerou-se gradualmente em 2006, em linha com a etapa do ciclo econômico e com a elevada acumulação de estoques nos anos anteriores, especialmente de capital. Ainda segundo o relatório (2006, pag. 12):

“o dinamismo da demanda interna em 2005-2006 não pressionou a evolução da macroeconomia. Por um lado, as boas condições externas e o significativo incremento da poupança pública, resultado da política de superávit estrutural, produto de um excedente significativo na conta corrente do Balanço de Pagamentos. Por outro, o alto componente importado da demanda evitou pressionar a capacidade produtiva interna e os preços.” (BANCO CENTRAL DE CHILE, 2006, pag. 12)

Com relação à situação fiscal, o déficit efetivo de 0,7 por cento observado no início do mandato (2001-2003) passou a um crescente superávit, que chegou a 7,6 por cento ao final do governo de Ricardo Lagos (2006-2007). De acordo com Ffrench-Davis (2017, cap. IX, pag.

24), o principal responsável por esse resultado foi o espetacular aumento no preço do cobre, que por sua vez ocasionou aumentos nos lucros da mineradora estatal CODELCO e nos valores arrecadados com tributos referentes a mineradoras privadas, fundos esses que aumentaram os ingressos captados pelo Ministério da Fazenda. Ainda segundo o autor, o Ministério da Fazenda acumulou em seus Fundos de Estabilização os recursos provenientes da mineração do cobre equivalentes à diferença entre a arrecadação fornecida pelo preço efetivo e àquela estimada pelo preço tendencial do cobre, de maneira que o Tesouro Nacional saiu de uma posição de devedor líquido para credor líquido.

A melhora generalizada dos termos de troca até fins de 2008 elevou, diretamente, o gasto do setor privado e retomou as expectativas otimistas. Segundo Ffrench-Davis (2017, cap. IX, pag. 29), dada a persistência de uma elevada brecha recessiva, a oferta interna foi capaz de responder com um PIB efetivo em ascensão e baixas pressões inflacionárias, que se mantiveram dentro da banda de 2-4 por cento anual estabelecida pelo Banco Central. Enquanto se dava essa recuperação, todavia, o Banco Central permitiu que o câmbio real se apreciasse intensamente (20 por cento entre Março de 2003 e Dezembro de 2005, processo de ajuste que se estendeu até o início de 2008). Aqui cabe a menção que de acordo com o relatório de Memória Anual do Banco Central (2003, pag. 15) já em 2003 o peso acumulou uma apreciação nominal anual de 16 por cento. Ainda segundo o mesmo relatório para os anos subsequentes, o peso seguiu apreciando-se. É interessante notar que no documento de 2005 (pag. 11) afirma-se que apesar da normalização da expansividade da política monetária americana, que gerou valorização do dólar frente várias moedas, não houve esse impacto sobre algumas economias emergentes, em que as respectivas moedas se fortaleceram frente ao dólar devido aos altos preços das matérias primas, a elevada liquidez global e o dinamismo dessas economias. Ffrench-Davis (2017, cap. IX, pag. 29) argumenta que tal valorização contribuiu para ancorar a inflação entretanto, em contrapartida, esse mesmo fato agiu debilitando o dinamismo da produção de bens negociáveis assim como o valor agregado da mesma. Com isso, o autor afirma que diante de uma redução de tarifas para algumas importações e da mencionada valorização do peso chileno, as importações passaram a significar uma parcela cada vez maior da demanda interna, fazendo com que o PIB efetivo continuasse abaixo do PIB potencial.

Ffrench-Davis argumenta que:

“Em resumo, o crescimento desse período foi insatisfatório com relação ao potencial da economia interna e dos choques notavelmente positivos provenientes do exterior (...) O aumento do PIB efetivo em 2004-2007 foi registrado depois de uma prolongada situação recessiva [1999-2003]

(alta do PIB efetivo de apenas 2,6 por cento ao ano durante o quinquênio), o que dava um amplo espaço para uma forte reativação da capacidade instalada, que se efetuou apenas parcial e gradualmente, e que afeta negativamente o crescimento econômico (...) Na minha opinião, as causas diretas do menor crescimento nesse período residem, principalmente, nas deficiências de natureza macroeconômica impostas com a abertura da conta de capitais, a liberalização do câmbio, e o foco da política econômica nas metas de inflação em detrimento de outros objetivos como o emprego e o crescimento sustentável; isso tudo reforçado pela continuidade da ausência de políticas de desenvolvimento produtivo.” (FFRENCH-DAVIS, 2017, cap. IX, pag. 37-38)

III.2. 2007 – 2010: Governo Michelle Bachelet²

Com o contágio da grave crise financeira global que começou a emergir nos Estados Unidos em 2007 e se estendeu a outras economias desenvolvidas em 2008-2009, a atividade econômica no Chile experimentou um intenso, porém breve, ajuste recessivo, com contração do PIB efetivo em 2009. Segundo o Relatório de Memória Anual do Banco Central do Chile (2007, pag. 13), durante o ano de 2007 o panorama macroeconômico teve mudanças relevantes. No início do ano se percebia um cenário em que a atividade econômica interna mostrava certa debilidade, que se arrastava desde meados de 2006, enquanto o panorama inflacionário era bem controlado. Em meados do primeiro semestre, entretanto, a atividade havia tido um levante relevante, retomando taxas anuais de crescimento da ordem de 6 por cento e, por outro, a inflação havia começado a aumentar. Já no segundo semestre, ainda segundo o documento da autarquia chilena, as mudanças no panorama macroeconômico se fizeram ainda mais significativas. Por um lado, a atividade se debilitou novamente, fechando o ano com um crescimento de 5,1 por cento e, por outro, a inflação anual continuou aumentando, localizando-se em níveis acima do topo da banda da meta de inflação.

Como exposto, no início da crise global, a economia chilena apresentava um Tesouro que era credor líquido do restante do mundo e significativos superávits fiscal e em conta corrente, ainda que graças a um preço do cobre extraordinariamente elevado. Nesse contexto, Ffrench-Davis (2017, cap. X, pag. 1) afirma que o governo implementou uma ampla gama de políticas contracíclicas, em resposta ao contágio recessivo, que incluiu um aumento substancial do gasto público, com medidas pró emprego e investimento, e transferências de renda aos setores com menores recursos, e um relaxamento monetário intenso, ainda que tardio, por parte do Banco Central. Com isso, já no bimestre final de 2009, a economia estava em definitiva recuperação. Ainda segundo o autor (2017, cap. X, pag. 2), esse processo de reativação continuou em 2010, brevemente interrompido por um intenso terremoto em Fevereiro, mas que se acelerou com os gastos de reconstrução em um entorno

² É curioso notar que a partir de 2006 Michelle Bachelet, candidata mais à esquerda, e Sebastián Piñera, candidato mais à direita, passam a se alternar na presidência do Chile. Assim, de 2006 até 2018, os dois alternam-se na presidência do Chile a cada quatro anos.

macroeconômico que conferia um amplo espaço para a reutilização da capacidade produtiva disponível.

O contágio da crise havia causado, inicialmente, um forte impacto no mercado financeiro chileno, ocasionando um significativo aumento nas taxas de juros internas. Já em 2007, segundo documento de Memória Anual do Banco Central (2007, pag. 14), a partir das reuniões de Junho, começou-se a considerar o aumento da taxa de juros, de maneira que a taxa de política monetária (TPM) aumentou em 25 pontos base nas reuniões de Julho, Agosto, Setembro e Dezembro, chegando a 6% ao ano no fim de 2007. O Banco Central elevou a taxa de juros até Setembro de 2008 visando enfrentar o impacto inflacionário dos preços de alimentos e combustíveis. O impacto recessivo desse aumento das taxas foi intensificado pela saída de capitais diante do cenário de incerteza imposto pela crise. Segundo o documento de Memória Anual (2008, pag. 11), as economias desenvolvidas, em especial Estados Unidos e Zona do Euro, já motravam uma desaceleração no primeiro semestre do ano devido à crise financeira do *subprime* enquanto as economias emergentes não mostravam maiores sinais de impactos da crise. Esse contexto provocou uma diferenciação relevante com relação às instâncias de política econômica entre as economias desenvolvidas e emergentes. Segundo o documento:

“Nas primeiras [economias desenvolvidas], as maiores preocupações estavam orientadas a evitar um aprofundamento dos efeitos da complexa situação do sistema financeiro e, assim, evitar que a crise do *subprime* se convertesse em uma crise sistêmica. Por isso, a maior parte dos bancos centrais rebaixavam suas taxas de juros ou as mantinham, mesmo com o problema inflacionário, presumindo que a desaceleração de suas economias proveria a força suficiente para reduzir a inflação. As economias emergentes, por outro lado, enfrentavam o complexo panorama inflacionário por meio de políticas monetárias mais contrativas e, em alguns casos, com o estabelecimento de subsídeos e controles de preços que mostravam maior aumento.” (BANCO CENTRAL DE CHILE, 2008, pag. 11)

À medida em que a crise se alastrava pelas economias mais avançadas, alguns efeitos já podiam ser sentidos na economia chilena. Segundo Ffrench-Davis (2017, cap. X, pag. 3) dois desses efeitos se sentiram primeiro: na bolsa e na cotação cambial. Com relação ao primeiro, o principal índice da bolsa de valores chilena (IPSA) havia, já em Junho de 2008, caído 14 por cento em comparação ao pico alcançado 12 meses antes, seguindo basicamente o movimento de baixa das demais bolsas ao redor do mundo. O mercado cambiário, por sua vez, experimentava altos e baixos contraditórios e, após uma intensa desvalorização do peso chileno em 2003, iniciou-se um processo oposto de valorização cambial, com a moeda chegando a um patamar de 443 pesos por dólar em Março de 2008.

Ffrench-Davis (2017, cap. X, pag. 3) afirma que essa extrema apreciação cambial, por sua vez, “estava associada a um preço do cobre em ascensão (...) e a um crescente ingresso de capitais financeiros (uma dupla procíclica).” Ainda de acordo com o autor (2017, cap. X, pag. 3), tal evolução da cotação refletia o notável pensamento de curto prazo dos agentes dominantes nas transações de arbitragem e especulação nesse mercado, que por sua vez exerce uma influência significativa sobre a demanda interna e determina a evolução de curto prazo do câmbio livre. Em seguida, sob influência da persistência dos sinais recessivos nas economias mais avançadas, que por sua vez se transmitiram ao preço do cobre, o preço do dólar iniciou uma acelerada marcha ascendente. Por conta disso, Ffrench-Davis (2017, cap. X, pag. 3) afirma que “Felizmente para a economia nacional, quando se deu a quebra do Lehman Brothers em Setembro de 2008, a economia chilena apresentava um nível de câmbio não tão desalinhado.” Dessa forma, de acordo com Ocampo (2009) :

“quando a tendência recessiva das economias desenvolvidas se agravou com a quebra do Lehman Brothers, abruptamente se deterioraram as trajetórias internacionais dos preços das matérias primas e as trocas comerciais; a inflação importada e os spreads soberanos se reverteram.” (Ocampo *apud* FFRENCH-DAVIS, 2017, cap. X, pag. 4)

Assim, o superávit externo do Chile transformou-se rapidamente em um déficit e o indicador mensal de atividade econômica (IMACEC) se tornou negativo de Novembro de 2008 até meados de 2009. Segundo o Relatório de Memória Anual do Banco Central (2008, pag. 11-12) “em meados de Setembro o panorama econômico mundial mudou radicalmente.” Segundo o documento, após uma série de eventos que envolveram as instituições financeiras relevantes na Europa e nos EUA instalou-se, a nível global, uma preocupação com a sustentabilidade do sistema financeiro nas economias desenvolvidas e a disponibilidade de recursos para todos os tipos de instituição e país. Com isso, ocorreu uma forte queda nas bolsas, nos preços dos produtos básicos, no valor das moedas com relação ao dólar e, em geral, uma deterioração significativa das expectativas de consumidores e empresários a nível mundial. Ainda segundo o documento do Banco Central chileno a mudança no cenário mundial, com a queda dos preços de produtos básicos, refletiu-se com força na economia nacional:

“De fato, as expectativas de inflação, que durante parte importante do ano antecipavam taxas de inflação anual em um horizonte de dois anos acima de 4 por cento, sofreram um rápido ajuste até cifras mais compatíveis com a meta de 3 por cento. A atividade econômica também sofreu o efeito das mudanças no cenário externo. Entre o primeiro e o terceiro semestres do ano a economia cresceu em média 4,2 por cento ao ano e, no último trimestre do ano, aumentou somente 0,2 por cento, com uma marca desaceleração dos setores de indústria e comércio. A demanda interna, especialmente o consumo, também teve uma desaceleração significativa no ultimo trimestre do ano, passando de um

crescimento a taxas médias de 10 por cento nos primeiros três trimestres do ano a uma queda de 0,2 por cento no quarto trimestre.” (BANCO CENTRAL DE CHILE, 2008, pag. 12)

Frente à queda dos preços e da atividade econômica, o governo iniciou uma vigorosa política fiscal, indo em direção a um déficit estrutural, com o objetivo de injetar um forte poder contracíclico na política fiscal. Ffrench-Davis (2017, cap. X, pag. 4) afirma que se elevou, transitoriamente, o gasto efetivo acima do tendencial e se reduziram alguns tributos, com um impacto deficitário sobre o orçamento fiscal. Tal déficit foi coberto com recursos acumulados do fundo de estabilização soberano. Ainda segundo o autor, essa política contracíclica foi seguida, com meses de atraso, pela política monetária por meio de um forte ajuste de baixa na taxa de juros nominal.

Dessa forma, quando o contágio da crise global se fez sentir, o governo abandonou o viés neutro que vinha tendo a política fiscal até então. De acordo com Ffrench-Davis (2017, cap. X, pag. 15), ao longo do período de 2008-2009, o governo corrigiu a direção de suas políticas macroeconômicas e implementou uma política fiscal contracíclica, que incluiu aumentos do gasto social e do investimento público e reduziu, transitoriamente, impostos. Conforme exposto acima, a disponibilidade e liquidez dos fundos de estabilização proporcionaram uma ampla margem para sustentar essa política fiscal contracíclica, uma vez que não foi necessário recorrer a negociações e condicionamentos para obter financiamento.

Segundo Ffrench-Davis (2017, cap. X, pag. 16), ainda em 2008 o Banco Central, por sua vez, adotou medidas para prover liquidez à economia impactada pelo choque externo negativo, se utilizando de instrumentos como por exemplo os swaps cambiais e a ampliação das garantias aceitáveis (“colaterales acceptables”). Ainda assim, o autor (2017, cap. X, pag. 16-17) ressalta o fato que a taxa de juros nominal foi definida ao longo de 2008 deixando claro que sua prioridade era única e exclusivamente o combate à inflação. Com relação à definição da taxa de juros, Ffrench-Davis afirma que:

“A economia real já vinha mostrando enfraquecimento desde meados de 2008, quando o crescimento do PIB havia diminuído a 4 por cento e a mudança na tendência inflacionária era evidente. Ainda assim, mesmo quando as variações mensais do IPC haviam tornado-se negativas e havia surgido uma brecha apreciável entre o PIB potencial e efetivo, a TPM [taxa de política monetária] ainda estava 7 pontos percentuais acima da taxa dos Estados Unidos. Foi apenas em Janeiro de 2009 que o Banco Central iniciou uma redução gradual da TPM. (...) Durante vários meses o encarecimento das condições de crédito prevaleceu, com um lento repasse das baixas na TPM para os usuários de crédito, e particularmente para as ‘PYMES’ [Pequenas e Médias Empresas] (...) Enquanto isso, o sistema bancário conseguia taxas de retorno sobre seu patrimônio que davam em média 18 por cento naquele ano.” (FFRENCH-DAVIS, 2017, cap. X, pag. 17)

Segundo o documento de Memória Anual do Banco Central (2009, pag. 16), de fato tais quedas da taxa de juros estão condicionadas às reduções nas expectativas de inflação, em linha com o que argumenta Ffrench-Davis. Segundo o relatório, o panorama global deteriorado e a forte incerteza associada a ele provocaram um ajuste brusco das decisões de gasto e investimento, ampliando de maneira significativa o hiato de produto entre fins de 2008 e início de 2009. Além disso, a queda dos preços dos produtos básicos, em particular do petróleo, gerou um cenário de menores pressões inflacionárias. Nesse contexto, a política monetária entrou em uma fase de clara expansividade, com reduções acumuladas da taxa de juros de 725 pontos base entre Janeiro e Julho, até levá-la a um mínimo de 0,5 por cento.

De acordo com o Relatório de Memória Anual do Banco Central (2009, pag. 15-16), a atividade já havia se deteriorado levemente no terceiro trimestre de 2008 e ainda sofreu uma brusca queda no fim do ano, que se prolongou até pelo menos Abril de 2009. Ainda segundo o documento, a atividade começou a recuperar-se a partir de Maio e no quarto trimestre cresceu em termos anuais, entretanto, o PIB caiu 1,5 por cento ao ano em 2009, a primeira cifra negativa desde 1999. O relatório chama atenção para o fato de que o consumo foi o componente da demanda menos afetado pela crise, em linha com os fortes estímulos macroeconômicos instaurados, enquanto o investimento e o nível de estoques tiveram caídas relevantes e só começaram a se recuperar em fins de 2009 e início de 2010.

Além das políticas já mencionadas, Ffrench-Davis (2017, cap. X, pag. 18) aponta que, diante dos efeitos recessivos, efetuaram-se aportes fiscais adicionais para as moradias populares e um amplo plano de investimentos urbanos, se instaurou um subsídio à contratação de jovens de baixos recursos, efetuaram-se aportes de capital especiais para a CODELCO para financiar projetos de investimento, e ampliou-se o capital do Banco Estado em 50 por cento, fundamentalmente para garantir empréstimos às pequenas e médias empresas. Ademais, o governo reduziu transitoriamente alguns impostos em setores chaves como por exemplo combustíveis, créditos e pequenas e médias empresas. Pelo lado das transferências de renda, o autor chama atenção primeiramente para o que chama de uma medida paliativa para o impacto recessivo sobre os lares: a entrega de dois bônus aproximadamente no valor de um terço do salário mínimo para as famílias dentro da faixa dos 40% menores rendimentos. Em segundo lugar, o autor aponta para a reforma previdenciária que vinha sendo colocada em marcha já antes do estopim da crise em 2008 que visava estender e melhorar o sistema de pensões solidárias, o que se acelerou em 2009 e chegou a atingir 50 por cento da população maior de 64 anos.

Dessa forma, Ffrench-Davis (2017, cap. X, pag. 15-17) afirma que, ao longo de 2009 os efeitos do forte choque externo negativo produzido pelas ramificações financeiras e comerciais da crise internacional foram, progressivamente, sendo neutralizados pelo impulso positivo das políticas internas, as quais estavam focadas em moderar os efeitos adversos na demanda interna e os indicadores sociais, argumentando que “a evidência mostra que, nos meses mais críticos de 2009, a política fiscal se constituiu como a principal força compensadora do choque externo negativo.” O volume de exportações, por sua vez, seguiu deprimido durante 2008 até o último trimestre de 2009, como pode-se observar na figura 3 abaixo. Segundo Ffrench-davis (2017, cap. X, pag. 22) isso correspondia, de um lado, à intensa contração registrada nos níveis de comércio mundial e, de outro, à debilidade da oferta nacional de bens exportáveis, deprimida especialmente pela “falha de política cambiária”, que envolveu persistentes apreciações cambiárias desde 2003, conforme exposto no início dessa subseção.

Figura 3: Agregados macroeconômicos 2008-2010

	Produto Interno Bruto	Formação Bruta de Capital Fixo	Demanda Interna	Demanda por bens nacionais	Importações de bens e serviços	Exportações de bens e serviços
I-III.2008	4.1	22.3	10.8	8.5	15.6	-0.5
IV.2008	2.0	9.8	2.9	4.0	0.2	-1.0
I.2009	-2.6	-7.9	-6.4	-0.7	-18.3	-7.8
II.2009	-3.4	-15.9	-11	-4.7	-23.9	-5.3
III.2009	-1.0	-17.6	-7.7	-0.5	-21.5	-5.0
IV.2009	0.7	-11.8	-0.9	-0.5	-1.6	1.3
I.2010	2.2	1.3	8.6	4.9	17.8	-0.9
II-IV.2010	7.0	16.9	15.1	9.8	28.1	3.3

Fonte: Ffrench-Davis, 2017, cap. X, pag. 12

A recuperação econômica seguia avançando no último trimestre de 2009, quando foi momentaneamente detida pelo grave terremoto de 27 de Fevereiro de 2010, alguns dias antes do fim do governo Bachelet e início do governo Piñera. De acordo com o relatório de Memória Anual do Banco Central (2010, pag. 19), tal catástrofe natural trouxe incertezas a respeito dessa recuperação, fazendo com que o processo de retirada do estímulo monetário, previsto pelo Banco Central uma vez que o hiato do produto vinha se fechando, atrasasse por algum tempo buscando avaliar com cuidado o contexto. O documento ainda afirma que “a rápida recuperação apresentada pela economia fez com que, em meados de 2010, o estímulo monetário começasse a ser retirado, aumentando a taxa de juros em 50 pontos base em Junho,

que seguiu aumentando até o fim de 2010.” Segundo Ffrench-Davis (2017, cap. X, pag. 20), o elevado nível da demanda interna, em virtude do movimento contracíclico de 2009, foi incrementado com os gastos de reconstrução logo após o abalo sísmico de 27F. Uma vez que existia, então, uma significativa capacidade instalada subutilizada, apesar da destruição causada pelo terremoto e consequente maremoto, o acelerado gasto público era consistente com um movimento que tendia ao equilíbrio macroeconômico enquanto existisse uma brecha recessiva e parte desse gasto fosse transitório.

Portanto, segundo Ffrench-Davis (2017, cap. X, pag. 23), uma vez que o volume de exportações seguia deprimido, foi a produção para o mercado interno que sustentou a reativação de fins de 2009 e início de 2010 posto que era nesse setor que se concentrava a desocupação do trabalho e do capital. Com isso, deteve-se a contração da Formação Bruta de Capital Fixo e iniciou-se sua recuperação. O autor afirma que:

“Os sinais de início de estreitamento da brecha recessiva, de aproximadamente seis pontos do PIB gerados entre 2008 e 2009, implicaram uma progressiva reativação da formação de capital durante 2010 (...) – a brecha recessiva – é um determinante macroeconômico do nível de investimento privado. Durante essa crise, isso se confirma com a mencionada caída de 14 por cento do investimento nos primeiros três trimestres de 2009, a moderação da diminuição à medida em que se retomava o crescimento ao final do ano, e o começo do aumento da formação bruta de capital fixo ao início de 2010.” (FFRENCH-DAVIS, 2017, cap. X, pag. 23)

Por fim, com relação ao setor externo, o Relatório de Memória Anual do Banco Central (2010, pag. 18) aponta que as diferenças nas velocidades de recuperação e, especialmente o dinamismo do mundo emergente asiático, impulsionaram um novo auge dos preços das matérias primas. Ffrench-Davis (2017, cap. X, pag. 24) argumenta que, ao final de 2009, recuperou-se o superávit externo, como consequência dessa intensa recuperação do preço do cobre e da forte queda na demanda por importações. Estas últimas, que incluíam as importações de equipamentos e maquinária que lideraram a alta da formação bruta de capital fixo, retomaram sua tendência ascendente, com um habitual atraso, adquirindo nova força ao início de 2010. Enquanto isso, a política cambial manifestava sua instabilidade procíclica: logo após passar pela intensa valorização de 2003 até Março de 2008, a moeda chilena sofreu uma intensa desvalorização ao final de 2008, conforme exposto anteriormente. Depois, seguiu em uma trajetória inconstante, refletindo a incerteza do momento mas também um sinal de que o Chile estava saindo da crise.

III.3. 2011 – 2014: Governo Sebastián Piñera

Segundo o Relatório de Memória Anual do Banco Central (2011, pag. 16), no começo de 2011 a economia seguia mostrando sinais de um dinamismo importante e, somado a isso, os preços internacionais começaram a mostrar altas importantes nos mercados internacionais. Com esses fatores pressionando a inflação, o Banco Central aumentou em 200 pontos base a taxa de juros durante o primeiro semestre. Com a mudança do cenário internacional no segundo semestre, devido ao aumento da incerteza a respeito da situação fiscal, bancária e econômica da União Européia, gerando volatilidade e um ajuste de baixa nos preços de ativos, relaxando a pressão inflacionária e fazendo com que o Banco Central não alterasse a taxa de juros ao longo do restante do ano.

Diante disso, de acordo com esse mesmo documento para o ano seguinte (2012, pag. 17-18), o Conselho monetário decidiu por reduzir a taxa de juros em 25 pontos base, a única alteração em 2012, e o ano ficou marcado por uma combinação de alto crescimento e baixa inflação, sustentado por um consumo e investimento que mantiveram o dinamismo econômico. Por sua vez, o relatório de 2013 (2013, pag. 17-18) aponta que o cenário externo continuou marcado pelas consequências da complexa situação econômica e financeira das economias desenvolvidas, entretanto, no final do ano passa a se configurar um panorama de crescimento mundial um pouco melhor do que o esperado até então, principalmente pela recuperação da economia estadunidense e sinais de uma recuperação nascente na Zona do Euro. No âmbito interno, observou-se em 2013 uma desaceleração da atividade e da demanda, que foi mais significativa no fim do ano. Ainda segundo o documento (2013, pag. 17), o PIB fechou o ano com um crescimento de 4,1 por cento, abaixo das projeções realizadas ao longo do ano e, nessa mesma linha, a demanda interna reduziu seu crescimento de forma substancial, finalizando 2013 com taxas de crescimento menores que as do produto, o que não se observava há vários trimestres. Nesse contexto, e com a inflação se mantendo baixa, o Conselho Monetário optou por manter a taxa de juros nos mesmos 5 por cento ao ano durante grande parte de 2013, entretanto, visando estimular a economia frente à uma desaceleração maior que o esperado, o Conselho de Política Monetária reduziu a taxa de juros em 25 pontos base nas reuniões de Outubro e Novembro, levando-a ao patamar de 4,5 por cento ao ano.

Dessa forma, recuperação da atividade econômica acelerou-se em 2010 e persistiu até meados de 2013. Na opinião de Ffrench-Davis (2017, cap. X, pag. 25) a recuperação desse período se deve à continuidade do contexto herdado de 2010. O autor afirma que isso foi inicialmente acertado, uma vez que eram necessárias políticas que continuassem impulsionando fortemente uma reativação, dada a ampla brecha recessiva existente.

Entretanto, o erro se deu ao não ajustar as políticas econômicas à medida em que a economia se aproximava do pleno emprego, as importações cresciam muito além das exportações e o gasto fiscal se sustentava, em excesso, em um preço muito elevado do cobre.

Inicialmente, é natural que a atividade econômica tenha sido muito perturbada pelo terremoto de Fevereiro de 2010 gerando um estancamento do IMACEC em Março daquele ano, entretanto, a significativa capacidade produtiva instalada subutilizada e o impulso reativador da política fiscal seguiam vigentes. Diante disso o fato é que, em 2010, os gastos de reconstrução contribuíram para intensificar a reativação da demanda interna e, consequentemente, do PIB efetivo. É interessante notar que embora o PIB potencial houvesse se contraído devido à destruição do capital produtivo trazida pelo terremoto, ainda existia uma grande brecha recessiva. Dessa forma, a demanda interna se expandiu durante vários trimestres a uma velocidade de dois dígitos, sustentando a recuperação do PIB, que por cinco trimestres apresentou uma média de 7 por cento ao ano, sem pressões inflacionárias. Para atingir tal crescimento, Ffrench-Davis (2017, cap. X, pag. 26) defende que foi necessário caminhar em direção a um equilíbrio macroeconômico fundamental: usar a capacidade instalada disponível de trabalho e capital de maneira que, a medida em que o processo de ajuste reduzia gradualmente a brecha recessiva, elevava-se significativamente o nível de emprego e estimulava-se a formação de capital.

Conforme se chegava mais próximo do fim da brecha, com o PIB efetivo se aproximando do PIB potencial, a velocidade de recuperação foi cada vez mais moderada. O PIB efetivo elevou-se vigorosamente até o fim de 2013, atingindo uma média de 5,3 por cento nesses quatro anos (2010-2013). Segundo Ffrench-Davis (2017, cap. X, pag. 28), o volume das exportações, por sua vez, seguia deprimido, colhendo os efeitos da desaceleração do comércio internacional, a deficiência da política cambiária, conforme exposto anteriormente, e a constante ausência de medidas de desenvolvimento produtivo.

Com relação à gradual diminuição do hiato do produto, Ffrench-Davis (2017, cap. X, pag. 28) argumenta que o fechamento dessa brecha recessiva até uma situação de quase pleno emprego e utilização do PIB potencial reflete um equilíbrio macroeconômico essencial, que foi atingido em 2012-2013. Entretanto, o autor aponta também para o fato de que os equilíbrios macroeconômicos incluem também outras dimensões cruciais: além da inflação controlada, entre outros, compreende também balanços externo e fiscal sustentáveis e funcionais para um crescimento vigoroso do PIB potencial. Dessa forma, economista coloca que:

“Para que o fechamento da brecha recessiva seja sustentável e não conduza a um novo ajuste recessivo ou à uma crise, é necessário que durante o processo até o pleno emprego se consiga uma convergência do conjunto de balanços macroeconômicos. Nesse sentido, a taxa de inflação foi notoriamente moderada (ao redor da meta de 3 por cento ao ano), refletindo uma positiva estabilidade do nível de preços. Em contraste, não foi esse o caso dos balanços externo e fiscal. Não houve comprometimento em manter balanços sustentáveis entre a capacidade de produção de exportáveis e a demanda por importações; entre gastos e ingressos fiscais permanentes ou estruturais; entre a evolução da demanda agregada e o PIB potencial.” (FFRENCH-DAVIS, 2017, cap. X, pag. 29)

Ainda segundo Ffrench-Davis (2017, cap. X, pag. 29), o gasto fiscal para o desenvolvimento integral – por exemplo para elevar a qualidade da educação pública, da saúde e o apoio ao desenvolvimento produtivo e às PYMEs (pequenas e médias empresas) – seguiu precário ou insuficiente. Enquanto isso, na dimensão macroeconômica, se acentuaram os efeitos negativos da apreciação cambial e se consolidou, injustificadamente na nova conjuntura – dado o desaparecimento da brecha recessiva – um desequilíbrio entre gasto fiscal permanente e ingressos públicos sustentáveis. Como consequência, estes dois balanços (comercial e fiscal) se deterioraram, e se apoiaram nos ingressos resultantes do elevado preço do cobre, que previsivelmente não era sustentável.

O gasto fiscal contracíclico, evidentemente recomendável diante do contágio da crise, não se normalizou durante o período 2010-2013. De fato, depois de um salto do gasto em 2010 por conta da reconstrução pós terremoto, os desembolsos fiscais cresceram mais lentamente que o PIB em 2011-2013. Entretanto, esses ingressos foram feitos sobre a base elevada que vinha de 2009 e 2010, com ajustes tributários notoriamente insuficientes para financiar de forma sustentável o gasto permanente já pressuposto e em operação. Dessa forma, conforme podemos observar na figura 4 abaixo, o gasto se elevou 52 por cento com relação ao nível de 2007, com uma média anual de 7,3 por cento no período 2008-2013 atingindo o dobro, nesses seis anos, da taxa de crescimento do PIB. Conforme afirma Ffrench-Davis (2017, cap. X, pag. 33), “a diferença foi coberta com os ingressos provenientes do cobre, criando uma perigosa dependência de seu preço elevado.” De acordo com relatório da OCDE (*apud* Ffrench-Davis, 2017, cap. X, pag. 30), para recuperar o balanço fiscal, era necessário avançar em direção à uma reforma tributária uma vez que o Chile estava atrasado, para seu nível de desenvolvimento, tanto em nível de arrecadação tributária quanto em relação à progressividade dos mesmos.

Figura 4: Indicadores de desequilíbrios macroeconômicos 2008-2013
(índices 2007=100; e % de variação anual)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Variação da média anual, 2008-13
1. PIB	103.5	101.9	107.9	114.5	120.5	125.4	3.8
2. <i>Quantum</i> de exportações	99.4	95.2	97.3	102.6	103.0	106.3	1.0
3. Resto do PIB (não exportado)	105.3	104.8	112.3	119.5	127.9	133.4	4.9
4. <i>Quantum</i> de importações	111.5	93.0	116.9	134.6	141.6	144.4	6.3
5. Gasto fiscal real	109.3	127.4	135.7	139.9	146.5	152.4	7.3
6. Ingresso fiscal real	90.5	72.0	92.4	103.0	104.4	103.0	0.5
7. Ingresso fiscal no cobre	101.5	91.8	107.7	123.6	132.0	136.1	5.3
8. Demanda interna	108.6	101.6	115.4	126.2	135.3	140.2	5.8

Fonte: Ffrench-Davis, 2017, cap. X, pag. 31

Nas contas externas, no período de 2010-2013, se agravou a brecha entre o dinamismo das importações e a fraca tendência dos volumes exportados. Em contraste com o comportamento das exportações, que vinha caíndo, o volume das importações cresceu aceleradamente, 6,4 por cento ao ano, sextuplicando a velocidade das exportações. Segundo Ffrench-Davis (2017, cap. X, pag. 33) um déficit dessa magnitude na conta corrente, com um preço do cobre notavelmente alto, revelava um desequilíbrio macroeconômico.

Dessa forma, conforme exposto anteriormente, Ffrench-Davis (2017, cap. X, pag. 30) afirma que ambos desequilíbrios desse período estavam ocultos pelo fato de que o preço do cobre se mantinha muito elevado, causando um impacto duplo: financiando, transitoriamente de maneira procíclica, as contas corrente e fiscal. Não houve uma mudança estrutural com relação ao governo anterior, mas sim uma continuação do impulso reativador, em circunstâncias que a nova conjuntura requeria um substancial ajuste da política macroeconômica uma vez que se estava chegando à plena utilização dos fatores de produção, ou PIB potencial. Ainda de acordo com o autor (2017, cap. X, pag. 34), a dependência fiscal de um preço do cobre improvável de se sustentar em níveis tão elevados e o já elevado déficit externo estavam diretamente associados com a desestabilizadora apreciação do câmbio real.

Em resumo, em 2013 a economia chilena apresentava vários desequilíbrios macroeconômicos crescentes, que muito provavelmente deveriam ser corrigidos nos anos subsequentes.

Assim, segundo Ffrench-Davis (2017, cap. X, pag. 27), a economia havia, em 2013, utilizado toda sua capacidade produtiva subutilizada no contágio de 2009 e, por isso, só poderia cescer ao ritmo de crescimento dessa capacidade produtiva, situada em torno de 4 por cento ao ano. De fato, de Fevereiro de 2013 até o fim do mandato do presidente Piñera, em Março de 2014, o crescimento apresentou uma média de 3,7 por cento. Assim, essa desaceleração iniciada em 2013 acentuou-se em 2014, e o volume exportado seguía estancado e os preços de exportação declinaram ainda mais, transmitindo seus efeitos depressivos sobre o resto da economia. Como consequência, segue o autor (2017, cap. XI, pag. 14), a produção para o mercado interno reduziu-se com força, de um aporte à taxa de crescimento do PIB de 3,2 pontos percentuais em 2013 para apenas 1,8 por cento em 2014. O Banco Central, por sua vez, começava a reduzir a taxa de política monetária, ainda que o IPC retomava força, pois considerava que a alta inflacionária respondia à forte desvalorização consequente da persistente caída do preço do cobre. O economista (2017, cap. XI, pag. 15-16) afirma que desde de o pico de investimento atingido em 2013, a formação bruta de capital fixo foi gradualmente caindo, principalmente devido a redução do investimento das mineradoras, travando a expansão do PIB e deprimindo as expectativas e a demanda interna de tal maneira que o Banco Central tentava sustentar a demanda interna com seis reduções graduais da TPM durante 2014.

III.4. 2015 – 2016: Governo Michelle Bachelet

Diante desse cenário macroeconômico exposto, o Ministério da Fazenda decidiu efetuar um aumento reativador do gasto para o ano seguinte, 2015, para além de uma crescente despesa corrente, com uma maior expansão do investimento público. De acordo com Ffrench-Davis (2017, cap. XI, pag. 16), a reforma tributária começava a prover receitas fiscais importantes que mais que compensaram o encolhimento devido à desaceleração da demanda interna e das utilidades de maneira que, efetivamente, o ingresso fiscal incrementou-se em 5,2% do PIB em 2015. Registrou-se uma recuperação moderada da atividade econômica com certo aumento do PIB ainda que as exportações se contraíssem e o preço do cobre declinasse mais de 60 centavos. A consequência foi que a economia interna elevou-se em 3,6 por cento, contribuindo mais do que o aumento de 2,3 por cento do PIB em 2015, como observa-se na figura 5 abaixo. Ainda segundo Ffrench-Davis (2017, cap. XI, pag. 16), dado que a economia interna é muito mais intensa em pequenas e médias empresas e com maior

utilização do trabalho por unidade de capital físico do que às exportações, isso moderou significativamente o impacto negativo da desaceleração sobre o emprego.

Figura 5: Crescimento econômico, exportações e restante do PIB, 2013-2017

	PIB	X	NX
2013	4	3.3 (0.8)	4.3 (3.2)
2014	1.9	0.4 (0.1)	2.4 (1.8)
2015	2.3	-1.8 (-0.4)	3.6 (2.7)
2016	1.6	-0.1 (0.0)	2.1 (1.6)
2017a	1.4	0.0 (0.0)	1.8 (1.4)
2014-17	1.8	-0.4 (-0.1)	2.5 (1.9)

O PIB não exportado (NX) é igual ao PIB total menos o valor líquido ou agregado nas exportações; os valores entre parênteses representam as contribuições percentuais respectivas de X e NX no crescimento do PIB. Para 2017, utilizou-se a estimativa do Banco Central do crescimento do PIB e das exportações, segundo IPOM, Dezembro 2017. Fonte: Ffrench-Davis, cap. XI, pag. 14

Contudo, a moderada recuperação atingiu uma alta do PIB efetivo menor que a estimativa do crescimento do PIB potencial. Ainda se acumulava a brecha recessiva em 2015, entretanto, com maior lentidão. Enquanto isso, afirma Ffrench-Davis (2017, cap. XI, pag. 17), a inflação se acelerava para além do topo da banda, teve uma média de 4,4 por cento ao ano em 2015, associada ao processo de desvalorização cambial. Ainda assim, durante a maior parte de 2015, o Banco Central pragmaticamente manteve a TPM ao redor dos 3 por cento alcançados em fins de 2014.

Com a reativação, somada aos efeitos da reforma tributária*, a arrecadação sobre a economia interna elevou-se, apesar da menor arrecadação e utilidades apresentadas pela mineração devido à continuada queda do preço do cobre. Esse aumento da arrecadação fiscal foi acompanhado por uma maior alta dos gastos, de maneira que tanto o déficit fiscal efetivo quanto o estrutural se incrementaram. A esse respeito, Ffrench-Davis afirma que:

“A oposição não considerava o papel contracíclico que, na minha opinião, deve ter o orçamento fiscal. Ignorava, além disso, que durante todo o governo anterior havia existido um déficit estrutural, ainda que esse tenha sido calculado com superestimativas significativas do preço tendencial do cobre e do PIB tendencial (viéses que continuavam vigentes no governo da presidente Bachelet).” (FFRENCH-DAVIS, 2017, cap. XI, pag. 17)

Ainda segundo o autor (2017, cap. XI, pag. 17), o fato é que o novo governo tomou algumas decisões bastante desativadoras da já moderada recuperação de 2015. O Ministério da Fazenda solicitou ao Comitê de Preço Tendencial do Cobre para que revisse sua proposta de maneira que, ao fazerem, entregaram uma estimativa para 2016 significativamente menor, em 50 centavos, àquela utilizada pelas contas fiscais estruturais de 2015. Isso, afirma Ffrench-

Davis (2017, cap. XI, pag. 18), obviamente transpareceu e agravou o déficit estrutural, mas seguía vigente a responsabilidade contracíclica do Tesouro. Paradoxalmente, ao invés de procurar acentuar a reativação econômica, reduziu-se o aumento dos gastos em 2016, incluindo uma queda do investimento público.

Ffrench-Davis (2017, cap. XI, pag. 18) aponta que a atividade para o mercado interno foi desacelerando-se ao longo de 2016, até chegar a uma média de 2,1 ao ano. Enquanto isso, os salários reais seguiram crescendo, ainda que com uma taxa decrescente tal como a do emprego formal, e se registrava um aumento da informalidade, acentuada em 2016-2017. Portanto, como afirma Ffrench-Davis (2017, cap. XI, pag. 18), o fato é que a desaceleração se agravou em 2016 e 2017, em um contexto em que as exportações seguían estancadas e a economia interna, que responde à macroeconomia nacional, cresceu abaixo dos anos anteriores e da capacidade produtiva, fazendo com que a brecha recessiva voltasse a aumentar. A política macroeconômica não havia sido capaz de operar com eficácia contracíclica.

III.5. Considerações Finais

A análise da trajetória da política econômica chilena e seus resultados ao longo do período em questão parece reforçar a tese de que as teorias vistas no capítulo um não são suficientes para explicar o mau desempenho da economia brasileira a partir de 2011. Ao observar a trajetória chilena, notam-se muitas similaridades de medidas de política econômica em relação à economia brasileira, especialmente até 2011. Além disso, vê-se que muitas variáveis macroeconômicas mostraram trajetórias parecidas, evidenciando-se também que o cenário externo parece afetar ambas de formas similares ao longo do período. Por exemplo, ambas sofreram fortes externalidades durante o ápice da crise em 2008 e 2009 mas, utilizando-se de políticas contracíclicas, conseguiram reverter para um quadro de crescimento já em 2010. Cabe ressaltar que a principal diferença observada nessas variáveis foi com relação ao câmbio, enquanto o peso chileno apreciou-se nitidamente, especialmente a partir de 2010, o real brasileiro foi controlado para evitar uma sobrevalorização.

Assim como o Brasil, o Chile tampouco encontrou grandes problemas com o cenário de recessão de economias desenvolvidas durante o período de 2003-2006 e, aproveitando-se do cenário de altos preços de commodities, apresentou taxas de crescimento bastante razoáveis no período. Com a chegada do ápice da crise financeira em 2008 e 2009, o Chile, assim como o Brasil, sofreu um forte mas breve ajuste recessivo, apresentando queda do PIB

no final de 2008 e no ano de 2009, tal qual o Brasil. Foi também semelhante a forma com que o Chile reagiu a esse ajuste, por meio da utilização de uma gama de políticas contracíclicas, especialmente pelo lado fiscal. Com isso, também apresentou crescimento expressivo (ainda que menos que o brasileiro) já em 2010.

É em 2011 que se passa a observar uma nítida separação na trajetória de políticas econômicas dos dois países, que seguia até então relativamente similares e, consequentemente, ambas passam a experienciar diferentes resultados. O Chile mantém a mesma linha de política econômica, com a política monetária focada em controle inflacionário e a política fiscal sendo utilizada para estímulo da demanda e sendo gradualmente normalizada conforme o hiato do produto diminui. Por outro lado o Brasil, como vimos, passa a apresentar uma significativa falta coordenação das políticas econômicas com mudanças bruscas em curtos espaços de tempo.

Portanto, a análise da trajetória chilena em comparação com a brasileira reforça o fato de que as teorias apresentadas no capítulo um não são suficientes para explicar a brusca queda de desempenho desta última. Cabe ressaltar que tampouco parecem ser significativas para explicar o desempenho da economia chilena uma vez que os dois países parecem ter sofrido de formas similares as consequências do cenário externo, e então, os argumentos aplicados para o Brasil no capítulo anterior ao justificar que tais teorias não seriam determinantes no seu crescimento poderiam também se aplicar ao Chile quando analisamos suas políticas econômicas e resultados. Dessa forma, este último apresentou políticas econômicas bem mais consistentes e coordenadas que o Brasil, principalmente a partir de 2011, e esse parece ter sido o fator principal para seu superior desempenho uma vez que o cenário externo pareceu afetar a ambos de formas similares.

CONCLUSÃO

Ao analisar paralelamente as medidas de política econômica no Brasil e no Chile e seus resultados sob a luz das teorias apresentadas para a grande recessão mundial, estas últimas não parecem ser suficientes para explicar a trajetória das variáveis macroeconômicas nesses países. Com isso, as teorias referentes ao cenário externo não parecem ser satisfatórias para explicar o péssimo desempenho econômico brasileiro, especialmente a partir de 2011.

Como visto, é possível observar inúmeras similaridades entre Brasil e Chile, especialmente até 2011, tanto no que diz respeito aos efeitos sentidos pelo cenário externo quanto pelas medidas econômicas utilizadas em resposta ao mesmo. Ambas essas economias apresentam trajetórias bastante parecidas no que diz respeito a diversas variáveis macroeconômicas, como por exemplo o câmbio, e se utilizam de políticas econômicas relativamente parecidas, atingindo resultados similares até 2011. No período pré crise, como apresentado, as duas economias sentem efeitos bastante similares advindos do exterior e mantêm uma política econômica bastante controlada, se aproveitando dos altos preços das commodities, com uma política monetária focada no combate inflacionário e com algum grau de flexibilidade da política fiscal diante de um contexto positivo de superavit fiscal. Brasil e Chile, como observado, sentem efeitos bastante similares provenientes da difusão da crise em 2008 e reagem de formas bastante similares, com grande foco em políticas contracíclicas especialmente pelo lado fiscal. Consequentemente, ambas têm resultados bastante similares, com quedas do PIB ao final de 2008 e grande parte de 2009 mas com expressiva recuperação já em 2010.

É no ano de 2011 que se passa a notar uma divisão nas trajetórias de políticas econômicas de Brasil e Chile. Enquanto o Chile segue mantendo as mesmas diretrizes de política, com uma política monetária focada no combate inflacionário e maior flexibilidade da política fiscal (mas que vinha sendo gradualmente normalizada), o Brasil, por sua vez, passa a apresentar uma série de políticas macroeconômicas descoordenadas e com mudanças bastante bruscas em um curto espaço de tempo. Parece ser justamente esse o ponto de inflexão da trajetória do PIB brasileiro, uma vez que a partir de 2011 os dois países passam a apresentar resultados bastante distintos no que diz respeito ao crescimento. Enquanto o Chile mantém relativamente estável seu nível de crescimento com quedas compatíveis ao fechamento do

hiato do produto, o Brasil passa a apresentar uma importante degradação em seus indicadores macroeconômicos e conseqüentemente observam-se quedas no produto brasileiro em anos posteriores. Com isso, se ambos sofrem efeitos bastante similares advindos do cenário externo ao longo de todo esse período, não parece haver justificativa para essa piora econômica brasileira ser fruto do cenário externo (que continuou o mesmo para os dois) uma vez que o Chile seguiu uma trajetória bastante estável. A principal mudança, e mais significativa, parece ter sido de fato a mudança de orientação das políticas econômicas internas no Brasil.

Ao fazer essa comparação da revisão bibliográfica dos dois países, analisadas sob a luz das teorias apresentadas no capítulo um, nota-se que as diferenças nas políticas econômicas internas a partir de 2011 parecem, de fato, ser muito mais significativas para explicar o mau desempenho brasileiro do que o cenário externo. Ao se observar sob a ótica da estagnação secular percebe-se que, como exposto anteriormente, que tanto Brasil quanto Chile apresentaram bons níveis de crescimento no período de 2003 a 2007. De acordo com Summers, o mundo já estaria nesse período experienciando uma estagnação secular das economias desenvolvidas, entretanto, nem Brasil nem Chile parecem ter sido significativamente afetados por esse cenário uma vez que mantiveram bons níveis de crescimento sustentados pelos altos preços de commodities e o importante crescimento de países em desenvolvimento como Rússia e China. Além disso, é possível observar com a recuperação econômica em 2010 que, tanto Brasil quanto Chile, voltaram a um quadro de crescimento puxados fundamentalmente por suas demandas internas, evidenciando que o cenário externo por si só não seria um obstáculo intransponível. Além disso, outro ponto interessante a ser ressaltado é que, em 2013, quando os Estados Unidos mostram algum sinal mais significativo de recuperação econômica, a economia brasileira segue deteriorando-se. Dessa forma, a comparação desses desempenhos econômicos sob a luz da teoria da estagnação secular parece indicar que esta última não é suficiente para explicar o mau desempenho brasileiro após 2011.

Com relação à teoria do excesso de poupança global de Bernanke, a revisão comparada da bibliografia de Brasil e Chile parece indicar que o excesso de exportações globais, principalmente chinesas e de países árabes exportadores de petróleo, não foi algo prejudicial para as duas economias em desenvolvimento em questão. Ainda que a China exportasse muito, o país passou, conseqüentemente, a importar em níveis elevados, especialmente commodities e matérias primas de países em desenvolvimento, muitas vezes compensando a queda de exportações destes últimos para os países desenvolvidos (que se

encontrariam em uma situação recessiva). Como visto, somando-se a esse fato os altos níveis dos preços das commodities, Brasil e Chile conseguiram manter um crescimento econômico bastante razoável no período de 2003 a 2007, evidenciando que um excesso de poupança global não seria suficiente para explicar o mau desempenho da economia brasileira nos anos posteriores.

Por fim, a teoria do crédito especulativo proposta por Steve Keen tampouco parece ser suficiente para explicar a diferença de desempenhos entre Brasil e Chile, especialmente após 2011. De fato, como visto, a gradual expansão do crédito especulativo de forma descontrolada culminou na crise do *subprime*, que por sua vez teve impactos negativos para os dois países em questão. Todavia, esse cenário externo não parece ter sido a variável mais importante para o desempenho brasileiro após 2011, uma vez que tanto Chile quanto Brasil observam uma recuperação bastante significativa de suas economias já em 2010. Além disso, o Chile consegue manter a coordenação e organização de suas políticas econômicas de 2011 a diante, enquanto o Brasil passa a experienciar uma grande descoordenação entre suas políticas econômicas, com mudanças bruscas nas mesmas em um curto espaço de tempo. Diante disso, o Chile apresenta crescimentos moderados mas consistentes a partir de 2011, enquanto o Brasil vê sua economia entrar em decadência, ainda que o cenário externo aparentasse estar melhorando gradualmente. Portanto, nenhuma das teorias apresentadas parece ser suficiente para explicar o péssimo desempenho econômico brasileiro que começou em 2011. A nítida e brusca mudança nas políticas econômicas internas aparenta ter sido, especialmente ao se traçar um paralelo com a situação chilena, o ponto de inflexão na trajetória do desenvolvimento econômico brasileiro.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BALASSIANO, M. G. *DESEMPENHO DA ECONOMIA BRASILEIRA ENTRE 1980 E 2015: UMA ANÁLISE DA DESACELERAÇÃO BRASILEIRA PÓS-2010*. 2017. 58 p. Dissertação de Mestrado (Mestrado em Economia Empresarial e Finanças)- Escola de Pós-Graduação em Economia, Fundação Getulio Vargas, Rio de Janeiro, 2017. Disponível em:
https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/18091/Disserta%C3%A7%C3%A3o_Marcel%20Grillo%20Balassiano.pdf

BANCO CENTRAL DE CHILE. *Memória Anual 2003*. Santiago de Chile, 2003. 98 p.

BANCO CENTRAL DE CHILE. *Memória Anual 2004*. Santiago de Chile, 2004. 97 p.

BANCO CENTRAL DE CHILE. *Memória Anual 2005*. Santiago de Chile, 2005. 78 p.

BANCO CENTRAL DE CHILE. *Memória Anual 2006*. Santiago de Chile, 2006. 90 p.

BANCO CENTRAL DE CHILE. *Memória Anual 2007*. Santiago de Chile, 2007. 125 p.

BANCO CENTRAL DE CHILE. *Memória Anual 2008*. Santiago de Chile, 2008. 158 p.

BANCO CENTRAL DE CHILE. *Memória Anual 2009*. Santiago de Chile, 2009. 182 p.

BANCO CENTRAL DE CHILE. *Memória Anual 2010*. Santiago de Chile, 2010. 152 p.

BANCO CENTRAL DE CHILE. *Memória Anual 2011*. Santiago de Chile, 2011. 153 p.

BANCO CENTRAL DE CHILE. *Memória Anual 2012*. Santiago de Chile, 2012. 160 p.

BANCO CENTRAL DE CHILE. *Memória Anual 2013*. Santiago de Chile, 2013. 144 p.

BANCO CENTRAL DE CHILE. *Memória Anual 2014*. Santiago de Chile, 2014. 176 p.

BANCO CENTRAL DE CHILE. *Memória Anual 2015*. Santiago de Chile, 2015. 128 p.

BANCO CENTRAL DE CHILE. *Memória Anual 2016*. Santiago de Chile, 2016. 141 p.

BARBOSA FILHO, F. H., PESSOA, S. Desaceleração Recente da Economia Brasileira. Publicado na coletânea *Sob a Luz do Sol*, Centro de Debate de Políticas Públicas (CDPP), 2014.

BERNANKE, B. S. *Why are interest rates so low, part 2: secular stagnation* In: blog do autor, 2015b.

BERNANKE, B. S. *Why are interest rates so low, part 3: the global saving glut* In: blog do autor, 2015c.

BERNANKE, B. S. *Why are interest rates so low, part 4: term premiums* In: blog do autor, 2015d.

BERNANKE, B. S. *Why are interest rates so low?* In: blog do autor, 2015a.

CARVALHO, F. C. Entendendo a Recente Crise Financeira Global. In: *Dossiê da Crise*, Associação Keynesiana Brasileira, Novembro, 2008

- DE BOLLE, M. B. *Como matar a borboleta-azul: Uma crônica da era Dilma*. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2016.
- FFRENCH-DAVIS, R. *Reformas Económicas en Chile 1973-2017*. Santiago de Chile: Penguin Random House Grupo Editorial, S.A., 2018. 300 p.
- KEEN, S. *Bernanke-Summers debate II: savings glut, investment shortfall, or Monty Python In*: blog do autor, 2015b.
- KEEN, S. *The crisis in 1000 words – or less. In*: blog do autor, 2012.
- KEEN, S. *The inbred Bernanke-Summers debate: on secular stagnation In*: blog do autor, 2015a.
- KEEN, S. *What is money and how is it created? In*: blog do autor, 2015c.
- KRUGMAN, P. *Secular Stagnation, Coalmines, Bubbles, and Larry Summers*. In: blog do autor, 2013.
- KRUGMAN, P. *The paradox of thrift — for real*. In: blog do autor, 2009.
- MATTEI, L., MAGALHÃES, L. F. *A política econômica durante o Governo Lula (2003-2010): cenários, resultados e perspectivas*.
In: <http://www.joserobertoafonso.com.br/attachments/article/1747/Mattei%20e%20Magalhaes.pdf>
- MODENESI, A. M.; MARTINS, N. M.; MODENESI, R. L.. Uma nova política econômica?. In: PAULA, L. F. et al. *Sistema financeiro e política econômica em uma era de instabilidade*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012. cap. 15, p. 123-131.
- PRADO, E. F. S. et al. Questionando a macroeconomia da “grande recessão”. *Marx e o Marxismo*, Rio de Janeiro, v. 3, n. 5, p. 187-220, dez. 2015. Disponível em:
<<http://www.niepmarx.blog.br/revistadoniep/index.php/MM/issue/view/6>>. Acesso em: 05 mar. 2018.
- PRATES, D. M.; FRITZ, B.; PAULA, L. F. Brazil at Crossroads: A Critical Assessment of Developmentalist Policies. In: ARESTIS, P.; BALTAR, C. T.; PRATES, D. M. *The Brazilian Economy since the Great Financial Crisis of 2007/2008*. 1. ed. [S.l.]: Palgrave Macmillan, 2017. p. 9-40
- SENNA, J. J. Política Monetária no Brasil antes e depois da crise. In: BONELLI, R.; PINHEIRO, A. C. *Ensaio sobre a economia brasileira*. 1. ed. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2013. p. 10-20
- SUMMERS, L. H. Low Equilibrium Real Rates, Financial Crisis, and Secular Stagnation. In: BAILY, M. N. et al. *Across the Great Divide: New Perspectives on the Financial Crisis*. California: Hoover Institution Press, 2014. cap. 2, p. 37-50.
- SUMMERS, L. H. *Reflections on the ‘new secular stagnation’ hypotheses*. In: TEULINGS, C. & BALDWIN, R. (ed.). *Secular stagnation: facts, causes, and cures*. Londres: CEPR press, , pp. 7-38, 2014b.
- SUMMERS, L. H. *U. S. economic prospects: secular stagnation, hysteresis, and the zero lower bound.*, *Business Economics*, vol. 49(2), pp. 65-73, 2014a.